THE SENATE

Interim Report of the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce

AN ENVIRONMENT FOR PROSPERITY: FACILITATING THE GROWTH OF SMALL AND MEDIUM-SIZED BUSINESSES IN CANADA

Chair
The Honourable E. Leo Kolber

Deputy Chair
The Honourable David Tkachuk

September 2002

103-02097/

TABLE OF CONTENTS

AN ENVIRONMENT FOR PROSPERITY: FACILITATING THE GROWTH OF SMALL AND MEDIUM-SIZED BUSINESSES IN CANADA

Membership iv
Order of Reference vi
Recommendations viii
I. Introduction 1
II. Poor Growth Performance of Small Businesses 3
III. Capital Market Issues 7
A. Financing Early Stages of Firms' Development 7
B. The Special Case of Labour-Sponsored Funds 13
C. Institutional and Foreign Investment 17
D. Scale and Liquidity of Stock Exchanges and Exit Opportunities 21
IV. Regulatory Distortions 23
A. Banking Regulatory Problems 23
B. Escrow Requirements 25
C. Associated Company Rules 29
D. Directors' Liability 31
V. Tax Incentives 33
A. Taxation of Capital Gains 33
B. Profit-Insensitive Taxation 35
C. Up-Front and Broad-Based Tax Incentives 37

VI. Entrepreneurial Inadequacies 39
A. Reluctance of Management to Give Up Equity 39
B. Lack of Management, Sales and Marketing Skills 41
C. Business Culture and Education 43
VII. Conclusion 45
Addendum - Chicago Roundtables on Equity Financing of Small Business
Roundtable # 1 48
Roundtables # 2 and 3 51
Roundtable # 4 55
Roundtable # 5 58
Witnesses 61

MEMBERSHIP

The Honourable E. Leo Kolber, *Chair*

The Honourable David Tkachuk, *Deputy Chair*

and

The Honourable Senators:

Angus	Kroft
*Carstairs, P.C. (or Robichaud, P.C.)	*Lynch-Staunton (or Kinsella)
Fitzpatrick	Meighen
Furey	Oliver
Hervieux-Payette, P.C.	Poulin
Kelleher, P.C.	Setlakwe

**Ex Officio Members*

Note: The Honourable Senators Austin, P.C., Banks, Callbeck, Gustafson, Kenny, Kirby (as Chairman) and Mahovlich were members of the Committee at various stages during the course of this study.

Staff from the Parliamentary Research Branch, Library of Parliament:

Ms. June Dewetering, Acting Principal and Mr. Alexandre Laurin, Researcher Economics Division.

Note: Mr. Gerald Goldstein, Director, Economics Division, Mr. Marion Wrobel, Senior Analyst, Economics Division and Ms. Margaret Smith, Researcher, Law and Government Division were researchers of the Committee at various stages during the course of this study.

Staff from the Committees and Private Legislation Directorate:

Denis Robert, Clerk of the Committee

Note: Mr. Gary Levy was Clerk of the Committee up to June 30, 2000.

ORDER OF REFERENCE

Extract from the Journals of the Senate, Tuesday, March 20, 2001:

The Honourable Senator Tkachuk for the Honourable Senator Kolber moved, seconded by the Honourable Senator Cohen:

"That the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce be authorized to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system;

That the papers and evidence received and taken on the subject during the First and Second Sessions of the Thirty-sixth Parliament and any other relevant Parliamentary papers and evidence on the said subject be referred to the Committee;

That the Committee be empowered to permit coverage by electronic media of its public proceedings with the least possible disruption of its hearings;

That, notwithstanding usual practices, the Committee be permitted to deposit an interim report on the said subject with the Clerk of the Senate, if the Senate is not sitting, and that the said report shall thereupon be deemed to have been tabled in the Chamber; and

That the Committee submit its final report no later than March 31, 2002.

After debate,

The question being put on the motion, it was adopted."

Extract from the Journals of the Senate, Wednesday, March 6, 2002:

The Honourable Senator Kolber moved, seconded by the Honourable Senator Maheu:

That the date for the presentation by the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce of the final report on its study on the present state of the domestic and international financial system, which was authorized by the Senate on March 20, 2001, be extended to Thursday, March 27, 2003.

The question being put on the motion, it was adopted.

Paul Bélisle
Clerk of the Senate

RECOMMENDATIONS

The inclusion rate on capital gains be further reduced from the current 50% established in the October 2000 Economic Statement and Budget Update of the Minister of Finance.

The federal government undertake activities designed to coordinate better existing matchmaking services, such as the Canada Community Investment Plan sponsored by Industry Canada, as a means of ensuring that willing investors are matched with entrepreneurs who need financing.

The federal government convene a meeting with provincial securities regulators with a view to ensuring that minimum purchase requirements and tax impediments do not unnecessarily deter investment.

The federal government, in contemplating future legislative and regulatory initiatives, consider any negative impact on Labour-Sponsored Funds.

The federal government study the issue of venture investments by pension funds, including an examination of tax, regulatory, structural and other impediments to such investments, including to Labour-Sponsored Funds.

The federal government, through its legislative and regulatory function, foster an environment that enables the development and prosperity of stock exchanges in Canada.

The Federal government undertake a study of any barriers or impediments affecting the ability of the venture capital operations of banks to compete in the marketplace on the same basis as their competitors. Barriers or impediments identified during the study should then be removed.

The federal government initiate a dialogue among stakeholders with respect to a national escrow regime. Moreover, the extent to which escrow requirements may inhibit public offerings should be examined, with a view to eliminating any unnecessary requirements.

The Department of Finance review the associated company rules under the *Income Tax Act* with a view to exempting from their application shares owned by venture capital organizations.

The federal government take actions to implement fully the recommendations made by the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce on the issue of directors' liability.

The federal government amend the *Income Tax Act* to reduce further the rate of capital gains taxation.

The federal government study the impact of business taxes, with a view to reducing or eliminating the federal share of such taxes.

The federal government undertake a study of existing tax and other incentives and determine if they are achieving their goals in a manner that does not distort investment decisions.

The federal government study possible incentives for skills development and lifelong learning among Canadian entrepreneurs and management. These incentives must recognize the particular skill needs and challenges faced by these Canadians as distinct from the government's more general focus on skills development and lifelong learning.

AN ENVIRONMENT FOR PROSPERITY: FACILITATING THE GROWTH OF SMALL AND MEDIUM-SIZED BUSINESSES IN CANADA

> *"In the United States, when they do an incentive, they do it in a way that would encourage the growth of firms, such as encouraging initial public offerings (IPO). When Canada offers incentives, we do it to keep firms small." (J. Mintz, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 52)*

I. Introduction

During the 1990s, access to financing for small and medium-sized businesses had become an important public policy issue in Canada. With Statistics Canada's data showing a decline in bank financing for the small business sector, and numerous complaints from small businesses, it appeared that access to capital had declined substantially after the recession in the early part of the decade.

What became evident to this Committee, and to others, is that debt is only one part of the financing equation for small businesses. Indeed, the over-emphasis on debt financing masked the fact that the source of many financing woes of small business stemmed from a lack of equity. Part of the reason that small businesses could not access bank financing was that they were not "bankable." In other words, their balance sheets did not contain sufficient equity to make them eligible for additional bank loans.

This point was stressed by the Canadian Federation of Independent Business. "Bank debt is one part of the equation, but equity capital is the other part. We tend to focus very much on bank debt, but if we do not concentrate on equity capital, we will always be concentrating on bank capital. I think that if we want to grow firms in this country at the rate that we had hoped, we have to realize that we must examine the equity capital provision for the SME [small and medium-sized enterprises] market and bring tools to that sector that currently do not exist." (*B. Gray, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50*)

This is precisely what the Committee wishes to do with this report. We wish to move the focus of attention away from debt financing and towards equity financing. Indeed, it is apparent that debt financing for SMEs is made available in a well-developed and highly utilized market. On the other hand, "early stage equity financing" is accessed in a market that is less well-developed. Why is that so, and what can be done about it? The Committee hopes that this report will help to provide some of the answers.

The barriers to equity financing for SMEs originate from a variety of sources. Some are due to the nature of the market. There is asymmetric information between entrepreneurs and financiers. On the one hand, from the investors' perspective, equity financing is highly risky. On the other hand, the poor understanding by entrepreneurs of financing leads them to have unrealistic expectations about the value of their enterprises, leading them to think that equity financing is too expensive. Coupled with the natural desire of entrepreneurs to maintain ownership and control, it is not surprising that it is often difficult to conclude an agreement between those with capital and those who need it.

But the existing barriers to equity financing are not due just to characteristics of the market and its participants. Governments, both federal and provincial, are themselves responsible for some of the barriers. Some of the impediments are tax-related, while others are regulation-related.

In the discussion that follows, Section II explores the growth of small businesses, while Section III examines capital market issues regarding start-up and early stage equity investment. Section IV concentrates on regulatory barriers which are hindering small business equity financing activities. Section V explores the taxation of investment income and its effect on investment behaviour. Finally, Section VI deals with issues related to entrepreneurs, such as culture, education and skills.

II. Poor Growth Performance of Small Businesses

Small and medium-sized enterprises (SMEs) make up a significant portion of the Canadian economy. They account for 50% of all private sector employment and nearly 43% of gross domestic product. [1] Seventy-eight per cent of all firms in Canada have five or fewer employees; about 94% have 20 or fewer employees, while 97% have 50 or fewer employees. (*Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50*) Since the 1980s, the small business sector has created 87% of all new jobs in Canada. [2]

There are plenty of entrepreneurs in Canada. According to a 1999 Statistics Canada's study, self-employment accounted for about 80% of the net employment gain in Canada between 1989 and 1997, in contrast to only 1% in the United States. About 40% of these new jobs were in the higher-paying service industries. [3]

Although the importance of SMEs to the economy is well documented, the Committee felt that not enough attention had been directed towards the growth of small businesses in Canada in particular, and the impact on Canada's economic well-being in general.

According to Dr. Jack Mintz, President of the C.D. Howe Institute, a number of studies have shown that Canadian entrepreneurs created many new small businesses in the 1980s and 1990s, but the record of those enterprises in the years following their creation shows only little growth. He told the Committee that one of his main concerns is that the Canadian system may provide attractive incentives for the creation of small businesses, but the system is not supportive of the growth of those SMEs.

> *For example, … if one looks at … companies with employment in 1985 that were less than five employees, eight years later [by 1993] only 1.1% of those businesses actually grew to have more than 20 employees. … Also, if one looks at the category 5 to 19.9 employees in 1985, by 1993 only 12% grew to have more than 20 employees. … This is well substantiated in a number of studies. (J. Mintz, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 52)*

Thus, Canadian SMEs appear to be growing rather slowly, especially in the high-tech sector which constitutes Canada's emerging economy. New ventures, particularly in the new economy, have the greatest potential to enhance Canada's growth. Equity financing is the most appropriate tool for them. Vernon Lobo, Managing Director at Mosaic Venture Partners, told the Committee that:

---

[1] The Conference Board of Canada. "What's New in Debt Financing for Small and Medium-Sized Enterprises." 1997, p. 2.

[2] *Ibid.*

[3] Garnett Picot and Marilyn E. Manser. "Self-employment in Canada and in the United States." *Perspectives on Labour and Income*, Autumn 1999, pp. 37-44.

In the U.S., the emerging economy has created more than 25 times the economic wealth that it has in Canada. If we exclude the largest companies in each country, the ratio grows to 48 times. That is in nominal dollars; if we were to put it in equivalent dollars, it is something like 75 times. (V. Lobo, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

Enhancing access to external financing is essential if the rate of growth of SMEs in Canada is to increase. Smaller firms do not enjoy the same financial flexibility as do larger firms. They represent greater risks for traditional creditors. This is especially true in knowledge-intensive industries, where newly-created firms are essentially the product of innovative ideas and human capital — traditional sources of debt financing are not suited to support these entrepreneurial firms if they do not have sufficient equity or machinery to use as collateral. But whether new-economy or old-economy firms, many small businesses are simply not "bankable" because of the condition of their balance sheets. In short, there is not enough equity.

The primary source of financing for all [small business] activities is equity. However, investments in knowledge assets, such as R & D and technology acquisition, are more often financed through equity than are physical assets. Investments in physical assets, such as machinery, equipment, land and buildings, which are usually less risky, are more often financed with long-term debt than investments in knowledge assets. Consequently, firms must have a high degree of equity to invest in knowledge.

The importance of equity for financing knowledge activities is also evident from differences in financial structure across industries. Firms operating in dynamic, high-knowledge industries (industries where R & D spending, technology use and/or use of skilled workers is high) use relatively more equity capital. Conversely, firms in low-knowledge industries rely more heavily on debt financing. [4]

The importance of equity capital for new-economy firms is not surprising. Whereas physical assets can provide some security for debt financing, intangible assets are less well suited to this. With the evolution of the Canadian economy, access to equity becomes ever more important. Gordon Thiessen, the predecessor of David Dodge as Governor of the Bank of Canada, said recently that major technological change is taking place around the world. It is certainly happening in Canada and, indeed, it appears to be very significant. For the firms in the "new economy," the use of knowledge and technology makes up a significant portion of their production process. And this is why equity financing is central to the development of the new economy in Canada.

Although Canada is doing better than several other countries in terms of the new economy, there is much room for improvement, especially in the high-tech sectors. Denzil Doyle, Chairman of Capital Alliance Ventures Inc., told the Committee that:

---

[4] J. Johnson, J.R. Baldwin, and C. Hinchley (1997) *Successful Entrants: Creating the Capacity for Survival and Growth*, Catalogue No. 61-524, Ottawa: Statistics Canada.

[According to] an Industry Canada document from 1995 that looks at the information and communication technology industry … our exports in that sector were $19.5 billion, which was an increase of approximately 7.5% over the previous year. The imports, however, were $35.6 billion, for an increase of 16.7%. … Back in 1972, … Canada enjoyed approximately 4% of the market demand for high-technology products. … Today, its share is less than 1.5%. Therefore, [Canada] is actually losing market share in the new economy. … We are not a new economy country. (D. Doyle, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

The financing of young, small Canadian technology companies, however, appears to be heading in the right direction. Mary Macdonald, President of Macdonald & Associates Limited, informed the Committee that in recent years there has been a real shift towards technology financing in the venture capital industry.

We have, unquestionably, seen a transition over the last five years in Canada to a venture industry that really funds many innovative companies. You can see that two-thirds of the money is effectively going into what we call "IT"; that is, information-technology-based businesses, ranging from networking and communications to software, electronics and semiconductors. It is very diversified across that group of sectors.

If we were to actually unravel the industry across the country, we would see that there has been very strong capability building over the last five years in particular, both on the venture capital industry side and on the company side, the receptors of that capital. There is also reasonable strength in the biotech sector. (M. Macdonald, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 25)

The standard of living of Canadians depends critically upon the ability of firms in Canada to grow at a pace that is at least equal to the performance of foreign producers. The fastest growing industries in the world are the knowledge-based industries of the new economy. As Roderick Bryden, President and Chief Executive Officer of World Heart Corporation, indicated to the Committee, Canada should recognize that and attempt to ensure that we are not only a major consumer of those services but also a major producer. If Canada continues to lose market share in those high growth sectors, the standard of living in Canada will suffer. It certainly happened here in the 1990s.

(I)f we want to grow firms in this country at the rate that we had hoped, we have to realize that we must examine the equity capital provision for the SME market and bring tools to that sector that currently do not exist. (B. Gray, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

One might ask: Why is it so important that SMEs have access to capital? Fundamentally, it is to help small businesses grow and create jobs in the economy. But most importantly, SMEs are a significant source of commercial innovation. Throughout the world, they are the best suited vehicle through which basic research is turned into applied research and development (R&D) that will ultimately lead to a commercial product. The organisational structure of large corporations makes entrepreneurship and flexible applied

research for new products more difficult. According to an article in the *Harvard Business Review:*

> *[Large corporations] typically invest in and protect their existing market positions; they tend to fund only those ideas that are central to their strategies. The result is a reservoir of talent and new ideas, which creates the pool for new ventures.* [5]

The innovation process that comes out of small businesses then spills over to the rest of the economy, and productivity gains are registered. The U.S. venture capital industry is envied throughout the world as a powerful engine for economic growth and innovation. The Committee wants to address, in this study, the best way to improve Canada's growth potential. Equity financing is likely the most appropriate financing tool to achieve this in the new economy.

[5] Bob Zider. "How Venture Capital Works." *Harvard Business Review*, November-December 1998, p. 138.

III. Capital Market Issues

This section examines four issues facing capital markets, including early stage financing, Labour-Sponsored Funds, institutional and foreign investment, and the scale and liquidity of stock exchanges (with a focus on exit opportunities).

A. Financing Early Stages of Firms' Development

> *"The goal of promoting start-up and expansion SMEs is a key objective of Canadian economic policy because small business is the engine of economic growth." (J. Oliver, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 46)*

Generally, small businesses at the start-up or early expansion stages do not have sufficient collateral (equity, land or physical assets) required by traditional banks to finance their activities and growth. Those businesses rely almost exclusively on two sources of funding: outside private equity financing and retained earnings. Very young companies, however, tend to have little revenue and even fewer profits. Therefore, outside financing is crucial.

Outside private equity comes from formal and informal sources. The very early stages tend to be financed informally, by family and friends ("love money") or by sophisticated investors (angels) who are often local business owners themselves. These angels bring more than financing to the table; they bring expertise and advice, business contacts and mentoring. This early stage financing is often in smaller amounts.

Larger amounts are traditionally provided by venture capital funds, which are typically private or publicly-sponsored pools of capital that invest in a business in return for an equity stake. As they are also providing financing at an early stage, high rates of return are expected. Riding and Orser suggest that returns equivalent to 30%-40% compounded annually are typical over an investment period ranging from three to seven years or more. [6] Unlike informal investors, venture capital funds tend to concentrate on larger investments, typically above $1 million. While improving, there is the sense that the market for seed and early stage investment financing is still largely under-developed in Canada.

> *While there are more funds in the market now and there is more capital than ever, it remains significantly more difficult for a start-up or early stage business in Canada to*

---

[6] Allan L. Riding and Barbara J. Orser. *Beyond the Banks: Creative Financing for Canadian Entrepreneurs.* John Wiley & Son Canada, Ltd., 1997, p. 17.

attract the amount of equity capital that a competitor in the U.S. may have available to it. (B. Laver, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

The provision of seed capital is critical for entrepreneurs. It finances the R&D phase where potential products are being developed and tested for their market potential. This is a risky stage of investment. "Love money" sources are rarely sufficient to lay the groundwork for the company and establish a sound business plan. Once this capital has been exhausted, successful entrepreneurs will seek the help of more formal sources of private investment.

Traditionally, venture capital funds invest at a later stage of the product cycle. In recent years, however, several seed capital funds have emerged and venture capital commitments for start-up businesses have risen from about 30 per cent of new investments to about 60 per cent. A "start-up" is a company that is not in full commercial production, yet it is actually ready to market and sell. This phase comes after a seed deal was made (probably with informal investors) when the company did not have a management team in place, was still at the R&D stage and has not beta-tested its product. This very early stage of development is critical to the success of a company, and to the quality of start-up companies that venture capitalists would eventually finance.

According to Professor Allan Riding of Carleton University, angel investors are the single largest source of early stage equity capital in Canada. Angel investors are individuals with high net worth who invest their personal capital in businesses owned by others. Amounts invested generally range from $10,000 to $500,000, although the Committee was told that some angels invest up to $4 million or $5 million. The average investment is approximately $100,000.

Their investment profile differs from traditional venture capital firms. "Approximately 60% of investments made by angels come before the firm's product hits the market." (*A. Riding, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 47*) For angels, these investments are a sideline, not a primary business. "They have business experience. Most angels are people who have succeeded at building a business in the past." (*A. Riding, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 47*) They invest in the sector and business in which they themselves are experienced. Therefore, along with seed capital, they contribute advice and management support. Because they come from a wide variety of industries, their financial support is vital for industries that are not currently in favour among the venture community.

Angels like to remain anonymous. There is no public listing of angels and there is no marketplace. "They tend to syndicate, usually with each other. The networks are local and personal; they operate by word of mouth, by referral." (*A. Riding, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 47*) Therefore, it is often difficult to match angels with entrepreneurs. Professor Riding stressed the need to mobilize angel money through matchmaking. He strongly urged the coordination of existing matchmaking services, such as the Canada Community Investment Plan (CCIP) sponsored by Industry Canada.

In his studies, Professor Riding estimated the Canadian angel market to be about $1 billion, although it could potentially be as high as $10 billion to $20 billion. But while angels are a vital source of financing for early stage businesses, they face a variety of barriers and

disincentives. One issue which received particular attention at the time of the hearings – but has since been addressed to some extent – was that securities regulations in a number of provinces are complex and make it difficult for angels to legally make investments in small businesses. According to Joseph Oliver, President and Chief Executive Officer of the Investment Dealers Association of Canada, many SMEs and small entrepreneurs "lack the financial and human resources to comply with a complex regulatory regime." As Jacques Sayegh, President and Chief Executive Officer of the Royal Bank Capital Corporation, puts it:

> *(T)here is a critical need to remove the barriers of … multiple jurisdictions, … provincial barriers for listing and for raising capital. It seems that every province has got its own securities rules. The various exemptions … required for a small company to raise small amounts of capital, whether it is from angels, traditional venture groups or ourselves, are very complex and require significant legal costs. (J. Sayegh, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)*

As mentioned above, however, many issues that were raised during the Committee's early hearings on this topic have since been addressed by several provincial regulators. For example, one of the provincial securities rules that was the most criticized by witnesses was the minimum purchase requirement.[7] Under private placement exemptions, small issuer companies can sell equity to any private investor and venture capital fund. However, there is a minimum investment threshold, designed to limit these offerings to "sophisticated" investors, that defines a legal investment. The thresholds vary by province and range from $97,000 to $150,000.

The Committee heard its testimony in 1999. In November 2001, the Ontario Securities Commission (OSC) adopted a proposal based on recommendations contained in the OSC Task Force Report. The new rule introduces two new exemptions that replace the private placement exemptions, including the $150,000 exemption:

- The Accredited Investor Exemption: This exemption permits issuers to raise any amount at any time from an "accredited investor." Accredited investors meet specified qualification criteria, among which are included individuals who

---

7 The minimum purchase requirements have been set by securities commissions to protect "unsophisticated" investors who, without the benefit of advice from a registered dealer, are unable to assess correctly the risk associated with certain investments. But as Joseph Oliver pointed out, the size of investment is only a very rough measure of sophistication. Wealth can come from a variety of sources, such as inheritances. The fact that an individual has $150,000 to invest in a business does not necessarily constitute a guarantee that this person is a sophisticated investor i.e., that this investor has enough business knowledge or has sought the appropriate advice to properly assess the risk associated with the investment.

According to Mr. Oliver, "minimum purchase thresholds are generally considered to be an inefficient approach which unduly restricts small business access to capital." (*Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 46*) Some sophisticated investors, such as angels, would prefer to invest in smaller amounts because they would like to diversify their risk. (It should be remembered that these early stage investments are very risky.) Secondly, Gordon Sharwood, Chairman of Sharwood and Company, told the Committee that many new technology companies need only small amounts, $20,000 to $40,000 to start with. This was illegal under the Ontario Securities Commission rules, which required a minimum investment of $150,000. The rules, therefore, were clearly out of line with the needs of the economy.

themselves, or jointly with a spouse, have a net worth above $1 million or whose net income exceeds $200,000 annually ($300,000 if jointly with spouse), and individuals who are related by family to an officer, director or promoter of the issuer company.

- The Closely-Held Issuer Exemption: This exemption permits small issuers to raise a maximum of $3 million, through any number of investments, from no more than 35 investors other than family members, accredited investors and employees, provided that an information statement is distributed to the purchasers at least four days prior to the date of the trade and that no promotional expenses are incurred.

These new exemptions will greatly facilitate the issuance of equity to private investors, such as angel investors, and family members. Therefore, the new OSC rules respond to many of the concerns (for the province of Ontario) that have been raised by various witnesses before this Committee. The Alberta Securities Commission and the British Columbia Securities Commission have recently published, for comments, a proposed rule based on the new Ontario rules.

Other than legal barriers to investing, angel investors also face tax impediments. The most prominent disincentive is the capital gains tax. John Cranston, President of the Alberta Capital Market Foundation, told the Committee that "it is the millionaires who are the angels, who start the companies, who create the jobs." *(J. Cranston, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)* For the most part, those angels hold their money in equity. In order to invest in a new project, they have to sell a portion of their assets and pay tax on the capital gains, even though the proceeds are never used for consumption — it is just a shift of wealth from one asset to another. The federal Minister of Finance, in the October 2000 Economic Statement and Budget Update, reduced the capital gains tax rate in Canada by further reducing the inclusion rate from 67% (reduced from 75% in the February 2000 Budget) to 50%, and by expanding the scope of rollover provisions for shares held in small businesses. Section V of this report examines the issue of capital gains taxes in more detail. The Committee is of the view that capital gains taxation in Canada remains an impediment to the mobilization of capital towards small businesses, especially at the angels level.

> *If you look at [the Canadian] investment spectrum, the front end of it (early stages investment) is as dead as a doornail and the back end of it (late stages investment) is overheated. The front end of it is as dead as a doornail because we have chased those angels off the scene with our obscene capital gains tax situation in the country. (D. Doyle, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

In the last three years, the Canadian venture capital industry has experienced phenomenal growth. By the beginning of 2001, the amount of venture capital under management in Canada had risen to $18.8 billion, up 50% from the $12.5 billion under management one year earlier, and up 88% from the $10 billion under management two years earlier. However, the formal venture capital market in Canada tends to concentrate on investments above $1 million.

Large pools of venture capital are building up in Canada now, some of those pools being as high as $700 million or $800 million. In the case of a venture capital company that is trying to move $800 million, if, say a young team of entrepreneurs from Carleton University comes along and says it needs $200,000, the venture capital company would tell them to get lost, because they must invest that money in chunks of $2 million or $3 million at a time. (D. Doyle, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

It is worth noting that by giving particular focus to small and mid-sized financings, labour-sponsored venture capital corporations (LSVCCs) are disproportionately helping to finance start-up companies that may otherwise not have received financing from traditional venture capitalists. This point was emphasized by the Association of Labour Sponsored Investment Funds and various representatives of those funds.

In 2000, [Ontario] LSVCCs were responsible for ... 50% of the flows to deals sized less than $1 million. In the most challenging deal size segment of them all – those of less than $500,000 – Ontario LSVCCs were truly pivotal, providing 55% of all dollar amounts. [8]

Venture capital funds typically invest at the expansion stage of a business. However, the Committee heard that there is actually not enough good, well-managed "expansion stage" prospects, with a good track record, to finance. On the other hand, angel investors and seed venture capital funds are operating below their true potential. According to Denzil Doyle, the consequence is that too few start-ups are being financed. This leaves too few deals later on for venture capitalists to invest in and creates excessive competition among venture capital corporations.

The Committee is of the view that not enough entrepreneurial activity is being financed at the start-up and early stages of businesses, in part because the taxation of capital gains in Canada is still a deterrent to the mobility of capital gains from successful investments to promising risky ventures. In order to facilitate the financing of the early stages of firms' development, the Committee recommends that:

The inclusion rate on capital gains be further reduced from the current 50% established in the October 2000 Economic Statement and Budget Update of the Minister of Finance.

The federal government undertake activities designed to coordinate better existing matchmaking services, such as the Canada Community Investment Plan sponsored by Industry Canada, as a means of ensuring that willing investors are matched with entrepreneurs who need financing.

The federal government convene a meeting with provincial securities regulators with a view to ensuring that minimum purchase

---

[8] Association of Labour Sponsored Investment Funds (ALSIF). Submission prepared for the SSC on Banking, Trade and Commerce, 21 November 2001, p. 7.

requirements and tax impediments do not unnecessarily deter investment.

B. The Special Case of Labour-Sponsored Funds

The venture capital market is an important link in the financing chain for small business, as it represents one of the earliest stages at which formal sources of equity capital become available to entrepreneurs. The state of the venture capital market has changed enormously in Canada over the past decade, largely as a result of government tax incentives available for investors in labour-sponsored venture capital corporations (LSVCCs). While there was no significant venture capital market ten years ago, in 1999 it exceeded $12 billion, with about one-half being provided by LSVCCs. At the start of 2001, the pool of venture capital had reached almost $19 billion, according to Macdonald and Associates Limited, with the LSVCC share declining to about 40%. According to Ron Begg, President of the Working Ventures Canadian Fund Inc., LSVCCs raised 80% of all new venture capital in 1995-96. LSVCCs have clearly been the most important source of funds for venture capital investments in recent years, and it is only in the last three years that a significant amount of private money has been forthcoming.

Where the venture capital industry was investing $200 million to $300 million annually in the early 1990s, it is now investing billions of dollars annually in small businesses. In 2000, for example, $6.3 billion was invested. In the first nine months of 2001, disbursements were only 15% lower than in the previous year, in sharp contrast to the American venture capital market where financings were down by almost two-thirds.

Canada's venture capital market has not only changed significantly over time, we have created a market that is very unique. However, this uniqueness presents its own set of challenges and opportunities.

Venture capital funds are typically financed in the United States by institutions and individuals with long time horizons and patience, and some market expertise which allows them to provide oversight in the way in which venture capital funds operate. While 60% of new venture capital in the U.S. comes from pension funds, only 6% comes from that source in Canada and, while almost 90% of the American venture capital industry is managed by private independent funds, only one-fifth is so managed here.

In Canada, anyone with a $500 lump sum payment or $50 per month to invest (not your typical venture capitalist) can become a venture capital financier. Indeed, without these investors, the supply of venture capital in Canada would be only one-half of what it is today. And without the tax credits [9] provided by the federal and most provincial governments, "… the capital raised by labour-sponsored funds would not have been raised." (*R. Begg, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 47*)

[9] Originally, the federal government offered a tax credit of 20% on investments up to $5000. This was subsequently reduced to 15% on investments up to $3500, and later adjusted to 15% on investments up to $5000. Most provinces offer similar credits on similar terms.

However, having that many investors does pose its challenges. Denzil Doyle, the manager of an Ottawa LSVCC, describes a difficulty associated with this Canadian model:

> *It is a somewhat clumsy vehicle. For instance, I have 11,000 shareholders and every time you communicate with them it costs you $20,000. (D. Doyle, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

In addition to this, there are other challenges. First, as Professor Jeffrey MacIntosh of the University of Toronto points out, there is a mismatch between investor type and riskiness of investment. Individuals with relatively modest wealth and small investment portfolios are investing a portion of their retirement funds in very risky securities.

Second, LSVCCs raise their capital in the retail market and, with the exception of the Solidarity Fund in Quebec, are as liquid as any other mutual fund, although investors must hold their investments for a minimum stipulated time to enjoy the tax credit. As a result, these LSVCCs must retain a large part of their assets in liquid form in order to meet withdrawals. While the extent of these liquid assets might be consistent with the rules of the federal and provincial governments providing tax incentives, this degree of liquidity is not required in more traditional forms of venture capital funds. Thus, LSVCCs must raise more capital than they can make available to small businesses and they must raise more capital than other venture capital financiers would need to raise.

Moreover, as the labour-sponsored model relies so heavily on up-front tax incentives to raise capital, the stability of the industry becomes tied to these incentives. Governments have a legitimate interest in ensuring that tax incentives are effective. But the 1996 federal and provincial budgetary measures that reduced the incentives for investments in LSVCCs had a significant, negative effect on the ability of these corporations to raise capital. In recognition of the adverse effect on the industry, the government subsequently modified those changes. In the words of Ron Begg, "continuity and certainty of this program are important, not only so that entrepreneurs have a continuous supply of risk capital they can depend upon, but also so that you have the infrastructure in the industry to serve these small- and medium-sized businesses. Venture capital is all about adding value, not just providing capital." (*R. Begg, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 47*)

Finally, it is interesting to consider the origins of the LSVCC and the policy rationale for the tax credits associated with them. The concept originated with the Solidarity Fund in Quebec, whose mandate "... is to create and maintain jobs and provide a reasonable rate of return to their investors, which is not necessarily the same mandate that other labour funds or venture capital funds would have, which would be to maximize their IRRs [internal rate of return], so they can provide a reasonable rate of return and invest in infrastructure that is not driven exclusively by rate of return considerations." (*M. Macdonald, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50*)

LSVCCs also provide a regional dimension to the venture capital industry that might not otherwise exist. Provincial governments establish criteria that must be met for tax credit eligibility. Some provinces (British Columbia, for example) might set disbursement requirements that are more strict than the industry average, while others (Ontario, for

example) might require a larger proportion of investments in start-ups or smaller-sized firms. In Manitoba, for instance, the fund is structured to allow owners to exit their investments while at the same time ensuring the continuation of local employment. Indeed, the Crocus Fund in Manitoba is providing about two-thirds of the venture capital in that province. Provincially-based LSVCCs also provide local venture capital financing even when a critical mass has not yet been established.

In general, LSVCC investments tend to be smaller than those of other venture capitalists, thereby filling a market void. Investments by firms not in the Association of Labour Sponsored Investment Funds average $8.4 million, whereas investments by firms in the Association average $1.6 million.

In short, the labour-sponsored venture capital model was originally intended to have "social" as well as "economic" goals, but is now used in most of the country as a straight venture capital vehicle. It has contributed to the development of a fairly mature venture capital market, something that did not exist a decade ago. As noted by Professor MacIntosh, it may be that "… the labour sponsored vehicle is a good one … in that it has poured a lot of new funds into SMEs and technology SMEs in particular. Technology SMEs are vitally important to the economy. In net, the benefit may be strongly positive." *(J. MacIntosh, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

Given the dominant position of LSVCCs in the venture capital market, a withdrawal of support by government could destabilize the industry. Nevertheless, it seems clear that Canada cannot rely solely on this approach to provide venture capital financing in the new economy. In recent years, such other players as private independent funds and corporate funds have been very active in raising new funds, and aggregate new commitments by each of these types of funds have equalled those of LSVCCs. According to Mary Macdonald, while labour-sponsored funds started to gain considerable momentum through the early to mid-1990s – a time when capital was very scarce to the point where other funds were having great difficulty in raising capital – the maturation of private independent funds and corporate funds provide for a stable venture capital industry in Canada. These three types of venture capital funds, together, are forming what Mary Macdonald referred to as "the three legs of the stool," with the LSVCCs being a crucial part of this mix. The pool of capital in Canada is now quite diverse. This situation contrasts with that in the U.S., where private independent funds represent 90 per cent of the industry.

> *A stable industry in the Canadian context constitutes the labour-sponsored funds, the private independent funds and the corporate funds. Those three together make up the capital base and are the active players in the market. (M. Macdonald, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 25)*

In times of economic uncertainty, this diversity serves us quite well, in that we are not reliant on one source. For example, in the U.S., the pension funds are currently reeling from some of the economic impacts of recent times. They are pulling back dramatically on their commitments to venture capital funds. In the Canadian context, as that happens within one group, the other groups may be better positioned to continue to raise capital. You do not

have everything tied to one source of capital. (*M. Macdonald, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 25)*

As long as the Canadian investment environment continues to be characterized by certain impediments to venture capital financing, LSVCCs will play an important role in the venture capital market, providing stability of supply, regional diversity, an emphasis on start-up financing and the provision of funds to niches that the rest of the industry fails to consider. The Committee supports a balanced approach to the provision of venture capital. In that vein, we believe that LSVCCs currently have a role to play in the market. From that perspective, the Committee recommend that:

> **The federal government, in contemplating future legislative and regulatory initiatives, consider any negative impact on Labour-Sponsored Funds.**

C. Institutional and Foreign Investment

The Committee has heard testimony that, unlike the situation in the United States, pension funds in Canada do not make venture investments a fundamental part of their portfolio. In fact, Mary Macdonald told the Committee that pension funds in Canada have shown only modest interest in venture capital. When it comes to institutional investors, only a "handful of very large pension funds invest directly. They tend to do larger merchant-banking style deals within the venture arena." *(M. Macdonald, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 25)* In the United States, they have many more pension funds and endowments; for most of those, it is part of the asset allocation process to include private equity. In Canada, it is not part of the culture in the top six or seven funds. In the United States, the principal investors in venture capital funds are the pension funds and other institutional funds, because they have a tax advantage. [10]

For Mary Macdonald, the moderate institutional involvement in Canada reflects structural and educational issues:

> *The issue, in my view, is twofold: Step one is educational. Most pension fund managers intuitively think that venture capital is high-risk and that they have no business becoming involved in it with pensioners' money. Pension consultants, in this country in particular, do not see it as a legitimate part of the asset allocation process, although there are affiliates in the U.S. that automatically include it. The starting point, from the industry side, is to figure out how to raise that level of awareness and understanding so that private equity - whether venture capital, buyouts or mezzanine financing - is recognized as a legitimate part of the asset allocation process. A pension fund that has gone through that process will typically allocate 5 to 8 per cent of its assets to that category.*
>
> *Secondly, because of the size of the pension funds in Canada and their absolute number, there are some structural issues that we need to get around. In the U.S., those pension funds pool the capital, though they may have only $2 million each to put into venture capital. They cannot justify building the expertise in-house to make the investments, and you would not want them to do it directly. They have what they call "funds of funds," or advisers who informally pool them together to manage those accounts on their behalf.*
>
> *We have not created that infrastructure in Canada yet. When we divide the numbers by 10, it is difficult to determine how to do that economically. I strongly believe that we need to address the impediments that are stopping them from doing it, as opposed to telling them they have to do it. (M. Macdonald, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 25)*

[10] Comments by Mr. Chip Ruth, General Partner, Marquette Venture Partners. (Fact-Finding Mission to Chicago, 31 May 2000)

In an article published in the *Canadian Tax Journal*, Kirk Falconer, an associate of Macdonald and Associates, listed reasons why pension fund managers tend to avoid venture capital. He suggested that:

- investment is management-intensive and costly;
- there are not enough qualified investment specialists;
- there is a lack of critical market information;
- returns are inadequate and unreliable;
- it is difficult to measure long-term performance; and
- there is the potential for high-profile failures.[11]

One important regulatory issue that was pointed out by the Canadian Venture Capital Association (CVCA)—but was addressed to some extent in the December 2001 Budget—was related to pension funds' participation in private venture capital funds structured as limited partnerships. In the United States, a popular way for pension funds to provide venture capital financing is to invest in a limited partnership established just for that purpose. In Canada, investments in such limited partnerships are considered as foreign property. As a pension fund can invest no more than 30% in foreign property, any investment in venture capital through such a vehicle will inhibit the fund's ability to diversify its portfolio. From the perspective of risk management, this treatment is perverse – any pension fund wishing to invest in venture capital financing (a risky endeavour) must forego some other risk-reducing opportunities by losing foreign content room.

The measure introduced in the December 2001 Budget is intended to eliminate this impediment to the flow of venture capital investment by institutional investors. Currently, an interest in a partnership is regarded as foreign property unless the partnership is a qualified limited partnership (QLP). The CVCA noted, in its submission to the Committee, that the "definition of a QLP provides that no limited partner can hold more than 30 per cent of the units of the partnership. This limitation is often problematic given the relatively few institutions who invest regularly in venture capital opportunities." The Budget will eliminate the 30 per cent ownership limitation for QLPs, since it stipulates that, after 2001, "for the purpose of the foreign property rules, any limited partner or group that holds more than a 30-per-cent interest in a QLP will be treated as owning a proportionate interest of each property owned by the QLP, including any foreign property. An ownership interest of 30 per cent or less in a QLP will remain exempt from treatment as foreign property."[12] This recent Budget measure directly follows a recommendation of the CVCA and may have a significant impact on pension funds' commitments to venture capital, as John Eckert of the CVCA told the Committee:

---

[11] Kirk Falconer, *Pension Barriers to Financing Small and Medium-Sized Businesses in Canada*, presentation made to the Canadian Labour Market and Productivity Centre, reproduced in Osborne and Sandler, "A Tax Expenditure Analysis of Labour-Sponsored Venture Capital Corporations," *Canadian Tax Journal*, 1998, 46, 499-774 at p. 563.

[12] Department of Finance, Government of Canada. *The Budget Plan 2001*, p. 226.

> *This is one recommendation that we feel, if addressed, could have a profound effect on the amount of money that those large institutions direct to our sector. (J. Eckert, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 21)*

One LSVCC, Retrocom Growth Fund Inc., receives 75% of its funds from pension plans, not the retail market. Pension fund contributions are not eligible for the tax credit, thereby saving tax dollars. Yet pension funds face additional tax penalties when investing in LSVCCs that they would not face if investing in other vehicles. This Fund would like the tax consequences of investments to flow through to the investor pension fund, something that is not now possible. Such a change would encourage pension fund investments in LSVCCs, reduce the need for up-front tax credits, and stabilize the financial position of LSVCC balance sheets.

One should note that Canadian institutional investors are playing an increasingly important role: they brought nearly one-quarter of all resources to venture capital deals in 2000. Those are mainly direct investments in ventures, as distinct from their making commitments to private funds, which is more common in the United States.

Canada is also making progress in attracting foreign investment into the Canadian venture capital market. In fact, the foreign share of total new venture capital investments in Canada rose from being nearly non-existent in 1998 to almost one-quarter of all new disbursements in 2000, and rose again to 30 per cent in the first nine months of 2001. As Mary Macdonald noted:

> *(W)hile the venture industry in the U.S. has declined by over 60 per cent year over year, the amount of money those same funds have invested in Canadian companies has increased by more than 40 per cent. We are seeing a strong recognition of the quality of technology companies in Canada, of the growing capabilities on the entrepreneurial management side, and the increasing size of the relationships between some of those U.S. players and Canadian players. (M. Macdonald, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 25)*

These new developments contrast with the evidence this Committee gathered during its fact-finding mission to Chicago in May 2000, and may be the result of taxation and other changes. On that occasion, angel investors and representatives from venture capital funds viewed Canada as a country with excellent technology-related business opportunities. However, the witnesses identified some barriers to investing in Canada. Several identified the much lower scale, liquidity and level of activity of Canadian capital markets as a "turnoff" for investing in Canada (discussed in Section III.D). Other obstacles were related to the Canadian regulatory and tax environments, which were perceived as "complex" and "unfriendly." In light of this newly-increasing participation by American venture capitalists in the Canadian market, it appears that some concerns that were raised are slowly disappearing. Possibly, the Canadian venture capital market has matured enough to be able to offer sufficient profitability and local expertise to attract foreign venture investments.

Canada has also made progress on the taxation side. The capital gains inclusion rate was reduced to 50 per cent in October 2000. As well, the December 2001 Budget included a

measure aimed at reducing the complexity and uncertainty in the tax treatment of foreign passive investments in Canadian venture capital funds. Currently, Canada's tax laws limit access to foreign sources of venture capital. In both the United States and Israel, foreign investors who do not incorporate domestically are exempt from tax on capital gains. Israel receives more foreign venture capital than does Canada, and the CVCA believes that current Canadian rules constitute a barrier to foreign capital, despite the fact that Canada has made some reforms in this regard. The December 2001 Budget responded to this issue by clarifying and simplifying the process through which a foreign investor can invest in the Canadian venture capital market and avoid double taxation.

The Budget measure is intended to make it easier to invest in venture capital through a venture capital fund manager in Canada. Clarifications to section 115.2 of the *Income Tax Act* provide that a "qualified non-resident" is not considered as carrying on business in Canada solely because a Canadian fund manager provides administration services to the non-resident or to a partnership of which the non-resident is a partner. Because investment income is covered by tax treaties between Canada and a number of countries in order to avoid double taxation, the capital gains generated through a fund managed in Canada flowing back to the qualified non-resident investor is not taxed in Canada. This measure takes effect starting in the 2002 taxation year.

A wide variety of other investment barriers, related to the application of the withholding tax and the extension of treaty protection to limited liability companies, among others, have been identified by the CVCA. However, to date these barriers have not been eliminated.

The Committee believes that the federal government must be ever-vigilant in ensuring that its actions create an environment in Canada that fosters – rather than erects barriers to – the investments needed to ensure the prosperity of firms and thereby the Canadian economy. It is for this reason that the Committee recommends that:

The federal government study the issue of venture investments by pension funds, including an examination of tax, regulatory, structural and other impediments to such investments, including to Labour-Sponsored Funds.

D. Scale and Liquidity of Stock Exchanges and Exit Opportunities

Ultimately, successful small firms will graduate to "mid-size" and then raise capital through public equity markets. Brien Gray, from the Canadian Federation of Independent Business, and Professor MacIntosh stressed the importance of healthy capital markets to the growth of the economy by contributing to the expansion of businesses. The more effective are capital markets, the more quickly can firms go public and thus raise public funds at an earlier stage. In addition, healthy capital markets stimulate private equity financing at the angel and venture capital levels because they enhance liquidity in capital markets. Usually, the preferred method of exit for those investments is an Initial Public Offering (IPO). Other methods include merger, acquisition and management buyback. Angel investors and venture capital corporations are provided with an additional incentive to invest in a business if they reasonably expect that the company could count on a securities exchange that would enable the firm to go public quickly with a strong market valuation.

Witnesses pointed to two essential features of good capital markets: liquidity and scale. Liquidity is directly related to investors' ability to trade shares on secondary markets. Both regulation and the size of the market have an impact on liquidity. Securities legislation, such as escrow rules (discussed in Section IV.B), tends to reduce the level of liquidity, whereas liquidity increases with the size of the market. There are also economies of scale that come with large market size. With a larger market, more capital is available to businesses in any particular sector.

> *It is not a criticism of the Canadian market to recognize that there are about ten times as many people, a percentage wealthier at the upper end than Canadians, in the United States, so the pool of capital in any category is more than 10 times larger. That means, if you have the same percentage of people prepared to take a risk with their capital with an early stage company, there are 10 times more of them in the United States. It is not necessarily that [Canada is] more conservative, it is only that we are not as many as in the U.S. (R. Bryden, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 52)*

To improve access to public capital for SMEs, one should therefore work on the liquidity and scale of Canadian equity markets. Some witnesses told the Committee that the creation of a national junior securities exchange is one way to achieve this goal. Indeed, a significant benefit of the creation of the Canadian Venture Exchange (CDNX) has been the greater depth, liquidity and transparency it provides, offering a broader market for junior companies attempting to raise capital in Canada. Created at the end of November 1999, the CDNX is the result of the merger of the Vancouver and Alberta stock exchanges. In March 2000, the Winnipeg Stock Exchange endorsed a proposal to consolidate its trading and listing services with those of the CDNX. The Montreal Stock Exchange decided to maintain the listing of junior securities and to continue to provide the services associated with that, but the exchange also agreed to enter into outsourcing arrangements with the CDNX.

With the establishment of Nasdaq Canada, in November 2000 in Montreal, Canadian stock markets are facing a new competitor. Currently, brokers can only trade a few limited companies out of Montreal, but Nasdaq plans to allow trading in Canadian dollars and to compete for IPOs of Canadian firms. The province of Quebec has actively supported the creation of Nasdaq Canada by providing a friendly regulatory environment and tax incentives to favour its development.

William Hess, from the Alberta Securities Commission, Douglas Hyndman, from the British Columbia Securities Commission, and Roderick Bryden all mentioned that, historically, small issuers were getting a better price by listing on SmallCap Nasdaq than on the Vancouver and Alberta stock exchanges.

> *One would hope that the creation of a national venture exchange would give a higher profile to the market here [in Canada]. (D. Hyndman, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 48)*

> *Venture capital group[s] or angel investor group[s] ... are interested in getting into companies at a relatively early stage, once those have established themselves to the point of having a business plan and some prospects. Those investors want to ride up with those companies to the point where the company goes public and ultimately provides an exit route for the venture capitalists. They want liquidity down the road. It is in their interest to see a national venture capital market as a place for their exit strategy on their investment. It gives them more scope to get into deals with the knowledge that ultimately they can get out. (D. Hyndman, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 48)*

In the Committee's view, it is of paramount importance that Canadian capital markets be healthy in order that they can contribute to economic growth through business expansion. Recognizing the importance of liquidity and scale in ensuring the health of capital markets, the Committee recommends that:

> **The federal government, through its legislative and regulatory function, foster an environment that enables the development and prosperity of stock exchanges in Canada.**

IV. Regulatory Distortions

This section examines four regulatory issues facing the suppliers of venture capital: the banking sector, escrow requirements, associate company rules and the liability of directors.

A. Banking Regulatory Problems

Several witnesses told the Committee that Canadian chartered banks are subject to a number of regulations which do not apply to other venture capital corporations. These regulatory constraints impede the provision of equity capital to SMEs from Canada's largest financial institutions, the banking sector. Venture capital subsidiaries of Canadian banks, such as the Royal Bank Capital Corporation, RoyNat Inc. or CIBC Capital Partners, provide less than 20% of total venture capital commitments. Yet these specialized financial institutions have the potential to supply a larger piece of the venture capital pie. On the one hand, they are part of very large financial institutions; on the other hand, traditional banking practices are, for the most part, inadequate for the financing needs of the emerging knowledge-based economy.

There are fundamental differences between the business and investment activities of a bank and its venture capital arm. David Pakrul, from the Bank of Montreal Capital Corporation, and Jacques Sayegh, from the Royal Bank Capital Corporation, told the Committee:

> *[The] impression of us as bankers comes because we are owned by a bank. None of us is bankers. I have never been a banker. I have been an investment banker for 20 years, and I am a venture capitalist. Bankers and their culture basically do not work in the venture capital operation. So while some people may switch between organizations, venture capital and the skills and tools associated with it are very different. Different people are hired to fulfil that role, although we are owned by a bank. (D. Pakrul, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)*

> *The Royal Bank has recognized the importance of differentiating between the cultures of the banking world and the investment world. Our organization is operated as a subsidiary, with its own board of directors. It has a different investment process than the debt process. There are Chinese walls with other parts of the bank. The people we hire come from the investment side of the business, and we do compete with the McLean Watson's and other independent funds. ... We are constrained by some of the banking rules, in terms of having some of the regulatory aspects around our business that are specific to banks and, yet competing with the other side of the world. (J. Sayegh, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)*

There are several impediments affecting banks' venture capital arms that restrict their ability to operate in that marketplace on the same basis as their competitors. One impediment is the amount of equity capital a bank subsidiary might offer. Jacques Sayegh told the Committee that one of the key elements is in the *Bank Act* of 1993. The Act limits, to 5% of total regulatory capital, the amount that a bank may commit to equity financing, although the creation of bank financial holding companies could mitigate the need for these types of restrictions.

> *In terms of other jurisdictions, in particular Europe and Asia, there are significantly larger amounts of capital available from the banking sector to the venture capital industry. (J. Sayegh, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)*

Not only is the amount of equity financing restricted, so is the type and duration. Banks' venture capital subsidiaries are restricted from owning more than 25% of the equity of the companies in which they invest. Furthermore, they are required by law to terminate their investment in ten years, imposing what might be a sub-optimal exit strategy on the venture capital arm. Other types of venture capital corporations do not face these constraints.

Finally, and perhaps most importantly, financial institutions—including their venture capital arms—are taxed fully on their capital gains, unlike regular corporations, for which 50% of the gains are taxable. For a bank subsidiary to achieve its desired after-tax rate of return, it must limit itself to higher-return investments.

> *If venture capitalists that are financial institutions were treated like other corporations — that is, that [50%] of the gain is taxable — it would encourage us to look for a lower pre-tax return on our investments. That translates directly into a lower percentage ownership of the company, which may address the problem of the small businessman believing we are asking for too much ownership. (R. Reynolds, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)*

In short, witnesses from the investment banking sector told the Committee that the regulatory environment creates a playing field tilted against venture capital corporations that are subsidiaries of banks. This is unfortunate, as it limits the ability of the banking sector to finance the new economy in a way that is appropriate to that economy. This Committee supported the creation of financial holding companies precisely because it would help to free up the activities of what are now bank subsidiaries. This would not only allow bank financial groups to compete better with unregulated financial institutions, it would help to better serve those who need financing. From this perspective, the Committee recommends that:

> **The federal government undertake a study of any barriers or impediments affecting the ability of the venture capital operations of banks to compete in the marketplace on the same basis as their competitors. Barriers or impediments identified during the study should then be removed.**

B. Escrow Requirements

Generally, securities laws contain escrow provisions which require certain shareholders of a company (such as promoters, directors, officers, and shareholders who own more than a specified percentage of shares) to file an initial prospectus to hold their shares in escrow for a period of time. Once escrowed, the shares cannot be sold, assigned or transferred unless certain conditions have been met. Over time, shares held in escrow are released.

The Ontario Securities Commission (OSC) Task Force on Small Business Financing pointed out that escrow requirements have traditionally served two purposes: (i) to ensure that the promoters of a share offering did not benefit at the expense of the public investors; and (ii) to lock in management to ensure that they had the incentive to devote their time and attention to the business. [13]

Douglas Hyndman described the purposes of escrow requirements in the following manner:

> *The primary purpose is to tie the founders of a company to the company for a reasonable period so that the investors who are participating in the initial public offering have some assurance that the people they are relying on and investing in will be there for a reasonable period of time. It does not say what a reasonable period of time is, but it generally takes at least four or five years to bring a non-resource junior company to a point where it is making profits and perhaps providing a reasonable return to the shareholder.*
>
> *Traditionally, in the pricing of securities, escrow also tried to balance the interests of the people who bought before the company went public and the initial public offering. In designing the current proposal, we gave up on that second aspect and focused on tying the principals to the company. The debate will go on about whether that is necessary and, if it is necessary, what period is required, but that is essentially what we are focused on. When investors go into a start-up company in an initial public offering, they are really betting on the management because there is not much else there. We should like some assurance that the management will be there the day after the offering is completed and money is put in. (D. Hyndman, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 48)*

The OSC Task Force noted that venture capital investors are sometimes caught by the escrow requirements because the rules apply to significant shareholders who provide substantial amounts of pre-public offering capital. The Task Force was of the view that "the escrow release schedules under the existing regulatory regime are longer than necessary and pose a significant and unwarranted cost and disincentive on public offerings in Ontario." [14]

---

[13] Ontario Securities Commission Task Force on Small Business Financing (1996), p. 89.

[14] *Ibid.*, p. 93.

Although the proposal was subsequently changed in a manner that made it more acceptable to investors, in 1998 the Canadian Securities Administrators (CSA) put forward a proposal for a national escrow regime that, according to the CVCA, would have materially changed the current escrow rules by significantly lengthening the escrow periods that apply to emerging companies that are doing an initial public offering. The CVCA believed that venture capital organizations would have been caught by the escrow proposal and recommended that such organizations be exempt from its application.

The CVCA pointed out to the Committee that a venture capital fund will have typically held an investment in a company doing an IPO for some three to eight years prior to the public offering. It went on to note that the imposition of an escrow requirement of up to six years over and above the period during which a venture capital fund has already held an investment would have diminished liquidity and negatively affected SMEs. [15]

However, in March 2000, the CSA released a revised proposal for a national escrow regime that would, among other changes, introduce shorter escrow periods and faster escrow releases. For established issuers, escrow releases in equal tranches at 6-month intervals over 18 months would be allowed, while for emerging issuers escrow releases in equal tranches at 6-month intervals over 36 months would be permitted. The proposed regime would reduce escrow periods from a 6-year maximum period to a 1½-year to 3-year maximum.

The national escrow regime proposed in 1998 generated considerable comment before the Committee. Many witnesses thought that the suggested six-year escrow period was too long and supported the recommendation of the CVCA calling for an exemption for venture capital funds.

One witness thought that the proposed 1998 escrow rules would make it more difficult for businesses to attract capital. Barrie Laver, Managing Partner with CastleHill Ventures, told the Committee:

> *(t)he proposed new escrow rules for initial public offerings will have a severe, detrimental impact on the industry. A clear achievable exit strategy is the necessity for venture capital investors. The proposed escrow rules will influence access to capital for a number of reasons. For example, the ability of new funds to raise capital will be reduced as the proposed escrow rules will undoubtedly impact the return on capital and impede the return of capital to investors.*
>
> *Entrepreneurs are more likely to start a business in the U.S. instead of Canada knowing that the escrow rules will make it more difficult to attract capital in Canada and are more onerous upon the founders and other management. Companies based in Canada will be more likely to have access to public markets in the U.S. than in Canada or look to be sold as an alternative to going public, often to a company not based in Canada.*

---

[15] Canadian Venture Capital Association. Brief submitted to the SSC on Banking, Trade and Commerce, 16 March 1999, p. 12.

The proposed escrow rules must be altered so that they are not materially worse than those in the U.S. while still respecting the primary need to align investor interests with those of management. (B. Laver, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

Another witness - Loudon F. Owen, Managing Partner with McLean Watson - was adamant in his opposition to the proposals when he told the Committee:

We would point out, however, that we think that the proposed escrow rules are shocking, counterproductive, and that they will send a cold chill across the venture capital community in Canada such that you will not have a single, credible venture capital firm taking a company public in Canada, nor will you have many entrepreneurs seeking, as their end game, public listing in Canada.

My wording could be much stronger, but I think the rules are a complete non-starter and should not even be considered. The fact that the rules have been put forward has added fuel to the fire, certainly within our company, about discussing whether we should stay in the country and whether we should continue to be based here. (L. Owen, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)

Yet another witness - Brad Ashley, Managing Director with Priveq Capital Fund - suggested that the IPO market would likely die in Canada if the original 1998 proposal for a national escrow regime was to go forward. (*B. Ashley, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

As mentioned earlier, the 1998 proposed escrow regime did not go forward and was revised to incorporate much shorter escrow periods and faster escrow releases. In June 2001, the CSA announced its intention to implement soon the new uniform escrow regime given its widespread application by Canadian exchanges.

The Committee believes that escrow requirements may act as a disincentive with respect to public offerings, and feels that more discussion is needed about a national escrow regime. For this reason, the Committee recommends that:

The federal government initiate a dialogue among stakeholders with respect to a national escrow regime. Moreover, the extent to which escrow requirements may inhibit public offerings should be examined, with a view to eliminating any unnecessary requirements.

C. Associated Company Rules

A number of witnesses identified the associated company rules under the *Income Tax Act* as a potential barrier to the development of small and medium-sized businesses. These rules set out the circumstances in which a person is deemed to control, and therefore be associated with, a corporation.

The Canadian Venture Capital Association (CVCA) believes that the application of these rules to venture capital companies can deprive early stage companies of many tax-related advantages designed to foster their growth and development. The CVCA noted that in order to protect capital invested in early stage companies, venture capital investors often impose investment terms that will include a clause transferring control to a group of venture capital investors if the investee company does not meet certain milestones.

According to the CVCA, the *Income Tax Act* requires that any outstanding options or other forms of obligation to transfer control be considered in determining whether an option holder should be deemed to control a corporation. In a deemed control situation, venture capital corporations can be held to be associated with the companies in which they invest. The CVCA also pointed out that the *Income Tax Act* provides that when a group of venture capital investors collectively controls two companies, the two companies will be deemed to be associated even if there is no relationship between them.

The CVCA maintained that the application of the associated company rules can deprive early stage companies of a number of tax-related advantages, such as:

- loss of enhanced R&D tax privileges;
- sharing amongst all associated companies of the $10 million ceiling on taxable capital for the calculation of large corporation tax; and/or
- loss of the use of the small business deduction of 16% to 21% on the first $200,000 of taxable income annually. [16]

The CVCA presented two recommendations to the Committee: first, that the current exemption to the application of the associated company rules be extended to the shares owned by prescribed venture capital organizations; second, and alternatively, that prescribed venture capital organizations be exempt from the application of the "group of persons" definition in the associated company rules.

Associated company rules are largely designed to prevent taxpayers from using corporate structures and other complex arrangements to circumvent the intent of government legislation, especially the *Income Tax Act*. The Committee notes that venture capital corporations are essentially financial institutions providing equity capital for a fairly long, but limited, period of time. When they hold a stake in a company, it is with the intent

[16] Canadian Venture Capital Association, 1999, p. 14.

to provide financing, not to create some sort of conglomerate structure. Thus, the Committee believes that there is no need to include venture capital companies in the associated company rules and we further recognize that doing so impedes the access of SMEs to equity capital. It is for this reason that the Committee recommends that:

> **The Department of Finance review the associated company rules under the *Income Tax Act* with a view to exempting from their application shares owned by venture capital organizations.**

D. Directors' Liability

A continuing challenge for corporations is attracting and retaining qualified directors. This is particularly important for small and medium-sized companies where the presence of experienced directors can be vital to the survival or expansion of a business.

In its brief to the Committee, the Canadian Venture Capital Association noted that the marked increase in the liabilities to which directors are exposed has created problems in recruiting effective directors and has fostered excessive conservatism in corporate decision-making. [17] Other witnesses echoed this view, including Denzil Doyle, who felt that directors' liabilities were a significant impediment to angel investors. He told the Committee that:

> *First, the government must stop loading so many liabilities on to directors' shoulders. Every time a budget comes out, a director finds that he has more liabilities. Whether it be in regard to unremitted GST or some new environmental legislation, ... They pierce the corporate veil and go right after the director. It is a huge problem. It is a major impediment to angel investing because they simply do not want to take on directors' liabilities. Yet, without forming an official board of directors, you cannot enforce the discipline on the kids. (D. Doyle, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

The directors' liability issue is not new to the Committee. In our August 1996 report, *Corporate Governance*, we expressed our concern about the expansion of directors' liability over the past two decades and its impact on corporate governance and the conduct of business. At that time, the Committee strongly supported amending the *Canada Business Corporations Act* (CBCA) to provide a due diligence defence for corporate directors. Moreover, in our March and September 1998 reports, *Joint and Several Liability and Professional Defendants* and *Modified Proportionate Liability*, respectively, the Committee recommended that the modified proportionate liability regime apply to claims for financial loss arising by reason of any error in financial information required under the CBCA.

The Committee also looked at directors' liability in a broader context, and expressed concern with the manner in which such liability has developed and its extent. It appeared to us that directors' liability had been implemented on a statute-by-statute basis without consideration of its cumulative impact. We took the position that legislation should not include a directors' liability provision unless it could be clearly demonstrated that the provision would have a positive impact on corporate conduct and would advance the purpose of the legislation.

Recently, Bill S-11 amended the CBCA to provide corporate directors with a due diligence defence and establish a proportionate liability regime for claims for financial loss. These amendments are in line with some of the recommendations made by this Committee.

---

[17] *Ibid.*, p. 12.

The Committee is of the opinion that companies of all sizes – but particularly small and medium-sized businesses – need experienced directors. Believing that the liability to which directors may be exposed could be a barrier to recruitment and lead to unnecessary conservatism in decision making, the Committee recommends that:

> **The federal government take actions to implement fully the recommendations made by the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce on the issue of directors' liability.**

V. Tax Incentives

Governments not only influence business decisions through laws and regulations, they also have a significant impact on investment decisions through the tax system as investors are mainly concerned about their after-tax returns. This section discusses several taxation-related issues and their influence on the provision of equity capital to small and medium-sized businesses.

A. Taxation of Capital Gains

The capital gains tax is a disincentive to the supply of equity capital to SMEs. Taxing capital gains has a detrimental effect on the ability of capital to finance the most profitable investment opportunities.

In Spring 2000, this Committee heard testimony from experts in Canada and the United States on the taxation of capital gains. Based on this evidence, the Committee released *The Taxation of Capital Gains*, which concluded that a capital gains tax is an impediment to the creation of new economic capacity. Investment decisions are distorted, leading to under-investment in new businesses and knowledge-intensive projects because such undertakings depend critically on the financing by taxable individuals. Perhaps more importantly, this system does not recognise the cumulative negative effects on the financing of SMEs, especially knowledge-based businesses, and on entrepreneurship.

According to a recent Canadian study, the capital gains tax influences a firm's cost of capital by changing the rate of return required by investors who purchase the firm's equity. If the tax changes the required return, then the price investors are willing to pay for a share of the future stream of the firm's earnings will change. Because of this, the capital gains tax is capitalized into the price of the share. [18]

This means that if the capital gains inclusion rate was reduced, the interplay of market forces would allow the share price of promising small ventures to increase to a level that would compensate for the entire future benefit of the tax to investors. Equity financing would become less expensive for new and potentially more productive ventures because of higher share prices and thus a lower corporate cost of capital. This has been substantiated in a number of studies. [19]

---

[18] Kevin Milligan, Jack Mintz and Thomas A. Wilson. "Capital Gains Taxation: Recent Empirical Evidence." Background Material for the SSC on Banking, Trade and Commerce, September 1999.

[19] In particular, see David A. Guenther and Michael Willenborg. "Capital Gains Tax Rates and the Cost of Capital for Small Business: Evidence from the IPO Market." *Journal of Financial Economics*, 53, 1999, pp. 385-408. See also Mark H. Lang and Douglas A. Shackelford. "Capitalization of Capital Gains Taxes: Evidence from Stock Market Price Reactions to the 1997 Rate Reduction." *National Bureau of Economic Research*, WP 6885, January 1999.

In addition to enhancing the willingness to invest in riskier projects, a lower cost of capital stimulates the market for Initial Public Offerings (IPOs). These effects lead to productivity gains. The impact of capital formation and productivity enhancement is cumulative, so that even very small annual increases can have a dramatic impact over time.

In our report on the taxation of capital gains, the Committee recommended that the capital gains inclusion rate be immediately reduced to 50% to match the average top marginal rate on capital gains in the United States. The Minister of Finance, in the October 2000 Economic Statement and Budget Update, responded favourably and lowered the inclusion rate to 50%. However, in our recommendation, we also noted that such a reduction, although quickly needed, is probably insufficient. From this perspective, the Committee recommends that:

The federal government amend the *Income Tax Act* to reduce further the rate of capital gains taxation.

B. Profit-Insensitive Taxation

The *Report of the Technical Committee on Business Taxation* reported a significant shift in the kind of taxes that businesses pay. Corporate income taxes now account for less than one-quarter of total taxes on business activity.

> *There has been movement over the years from profit-sensitive taxes (corporate income taxes and profit-based resource taxes) to capital, property and payroll taxes, and sales and fuel excise taxes on business inputs. In 1950, just under 60% of such business taxes were profit related but by 1995, this ratio fell to about 25%. In part, this shift is due to the decline in corporate profits relative to business net value-added, but it also reflects the increase in rates and the corresponding growth in revenues from these profit-insensitive taxes.* [20]

Brien Gray indicated that small businesses rely extensively on retained earnings to build their equity base. The growth in capital and payroll taxes has made it more difficult for small firms to retain earnings.

> *Profit-insensitive taxes … have increased dramatically while the profit-sensitive taxes have gradually declined. The impact on firms that depend on retained earnings to build up their equity base and finance growth is obvious: lower profits, less retained earnings, restricted ability to build up the equity base of the firm, restricted ability to grow.*
>
> *No doubt one of the reasons the job-creation, post-recession period fell below governments' expectations is that those firms that had been lucky enough to survive the recession had to eat deeply into their equity base. Increased reliance on taxes unrelated to profits will make it harder for those firms to replenish those stock bases. (B. Gray, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

The Committee believes that taxes paid by businesses that are unrelated to their profitability could limit their growth, and supports much of the discussion contained in the *Report of the Technical Committee on Business Taxation.* It is for this reason that the Committee recommends that:

> **The federal government study the impact of business taxes, with a view to reducing or eliminating the federal share of such taxes.**

[20] *Report of the Technical Committee on Business Taxation*, Submitted to the Minister of Finance, December 1997, p. 2.15.

C. Up-Front and Broad-Based Tax Incentives

Most witnesses told the Committee that the provision of up-front tax breaks and industry-related tax incentives to investors tends to skew investment decisions, creating distortions. In general, they believed this approach to be ineffective and inefficient.

John Cranston told the Committee about such government initiatives as Stock Savings Plans and scientific research and tax credits, particularly in Alberta and Quebec. In his view, up-front tax breaks do not necessarily encourage investment in more productive ventures. Because of the tax reduction, investors can enjoy artificially high returns even if their investments perform relatively poorly. Moreover, they can enjoy the breaks even if they do not allocate the money to the kind of projects that the government wants to encourage. Secondly, risky investment projects are "sold on the basis that the government is taking your risk." *(J. Cranston, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)* This then becomes the primary reason for many investors to buy higher risk investments. However, investors can still lose; the risk is shared with the government, but the total risk remains unchanged. Vernon Lobo informed the Committee that:

> *More than half of the [venture] capital managed in Canada was generated through up-front government tax incentives [mostly LSVCCs] designed to encourage capital formation. The government was obviously successful in rapidly creating large pools of capital to be deployed for SMEs through this initiative. Although this has helped get us going, however, it will not create a sustainable angel network, venture capital market, and technology sector. Virtually none of the funds raised in the U.S. were a result of tax incentives. They were raised based on the skills, experience and track record of the fund managers. (V. Lobo, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

Vernon Lobo and John Cranston both stressed that people should take risks appropriate to their circumstances. Up-front tax incentives are tantamount to giving awards at the beginning of the race rather than to the winners. Rather than providing up-front tax breaks, the system should work on the "end of the race" side, i.e., the rewards. The tax system should ensure that investors are appropriately rewarded for their risk-taking.

> *[Canada] must create an attractive tax and market environment and let market forces drive capital to entrepreneurs and investors who are successful at creating wealth. (V. Lobo, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

Essentially, a significant reduction in the capital gains inclusion rate would contribute to the achievement of this goal. It would provide investors with a suitable risk profile and expertise to be appropriately rewarded for investment success. This will ensure the build-up of a sustainable and stable market for the supply of risk capital to SMEs.

Moreover, incentives should be broad-based, and not restricted to certain industries.

[Canada] should not be providing selective tax breaks. Government, frankly, is lousy at picking businesses. We believe the market should determine which business ideas should move forward. (J. Cranston, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

Brien Gray told the Committee that it is vital to the small business community that incentives for the provision of equity capital should be inclusive and available to all sectors. Rod Bryden pointed out the pitfalls of allocating a disproportionate share of available resources to particular sectors.

If we take a disproportionate share of our resources and try to have a higher share at the front edge [leading technologies], we will have a problem matching the employment opportunities with the people who need to be employed, and we will be, disproportionately, funding the ones with a higher miss rate. (R. Bryden, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 52)

A more balanced approach is needed. Moreover, "at the early stage, it is impossible to predict which firms will grow quickly and which ones will follow paths of lower growth." *(B. Gray, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)* The system should let the market freely decide which sector, industry or firm holds the greatest growth potential. A policy of targeted incentives distorts investment decisions. If investors are rewarded for their risk-taking, it is in their self-interest to invest in ventures they are confident hold the greatest growth potential. Furthermore, by providing across-the-board incentives, the investment community will more likely support high-growth businesses which otherwise would not have been targeted to receive preferential tax treatment.

This approach is precisely the one endorsed by the Committee in the study of capital gains taxation. Believing that tax and other incentives provided by the federal government should not skew investment decisions, the Committee recommends that:

The federal government undertake a study of existing tax and other incentives and determine if they are achieving their goals in a manner that does not distort investment decisions.

VI. Entrepreneurial inadequacies

Impediments to the financing of entrepreneurial activity can also reside with the entrepreneurs themselves. This section examines three different areas of entrepreneurial and cultural deficiency in this regard.

A. Reluctance of Management to Give Up Equity

Obstacles to accessing equity financing can originate with entrepreneurs themselves. Several witnesses told the Committee about the reluctance of entrepreneurs to give up share ownership in their companies. Rod Reynolds, President and CEO of RoyNat Inc., put it this way:

> *There seems to be a distinct Canadian psyche that is reluctant to share in the equity of a company. We often see a scenario of an owner being much happier being 100% owner of a small business than 80% owner of a larger business. Interestingly, from our evidence, it seems to be considerably different from the attitude in the United States, where there is more will to give up some of the equity to achieve growth. One of the reasons for that reluctance, we believe, is a fear of venture capitalists, a fear of control, and certainly we need to address how we can overcome that fear.* (R. *Reynolds, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)*

Another witness described some Canadian entrepreneurs as "control freaks" who would rather stay smaller and in control than have a smaller piece of a much larger pie.[21] Yet another reinforced this point by noting that some entrepreneurs view their firms as lifestyle businesses rather than as vehicles to create wealth.

Elsewhere in this report the Committee discussed the implications of regulatory impediments to the supply of venture capital. We also discussed the role of the capital gains tax. In both cases, a restriction in the supply of equity financing increases the price of that financing. Canadian entrepreneurs may be reluctant to give up some control because they feel that they must give up too much control for the amount of equity financing they receive. Americans might seem more receptive to equity injections, not because they have a different outlook than Canadians, but because that equity financing is less expensive.

---

[21] Gordon Sharwood. Brief to the SSC on Banking, Trade and Commerce, 18 April 1999, p. 7.

B. Lack of Management, Sales and Marketing Skills

A 1998 study prepared for the Canadian Bankers Association revealed that entrepreneurs' lack of management knowledge and managerial ability are among the main barriers to investment. [22]

A number of witnesses told the Committee that one of the most common reasons why investors decline an investment is the perception of management deficiencies.

> *As regulators we see lots of money around looking for good investment opportunities, but a shortage of promising well-managed small businesses to invest it in. ... The real problem [for venture capital companies] is not a surplus of investment opportunities; their problem is finding good, young companies with good business concepts and solid management to put their money in. (D. Hyndman, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 48)*

Other witnesses argued that Canadians are relatively weak in sales and marketing. One witness from the venture capital industry told the Committee that a B concept with A management is more likely to be funded that an A concept with B management. The difference between an A and a B business plan is often the quality of sales and marketing people. Another witness stressed that Canada produces many excellent engineers, but that it should also be producing a similar number of great marketing and sales persons. "That is where Canada is lacking, and that is where it is at the greatest competitive disadvantage." (*D. Latner, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50*)

According to most witnesses, the problem is not that Canada does not produce good managers. There are many aspects to this problem, ranging from educational flaws to economies of scale. The U.S. economy is at least ten times larger than Canada and this has a significant impact on the scale of sales and marketing efforts in the two countries.

> *The most important point is that we should try to keep our good people and give them incentives to stay in the country. ... Many of the best people I know have left Canada and will not come back. This includes developers, marketers and CEOs. A major difficulty for business in Canada is finding qualified people because some of the most successful entrepreneurs have made their money and left. They do not return, in large part because of the tax environment. My comments are anecdotal, not based on statistics, but it is something we certainly noticed. (L. Owen, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)*

It is not within the scope of this report to further analyze the "brain drain" issue, but the perception that Canada is losing many of its best managers and successful

---

[22] Thompson Lightstone & Company Limited. "Small Business in Ontario: An Assessment of Access to Capital." 1998, p. 130.

entrepreneurs—and thus potential angels—to the United States was echoed by many witnesses.

> *Another point that highlights our loss of talent is the fact that several executives of some of the largest U.S. Internet success stories are Canadian. Jeff Mallett is the president and COO of Yahoo. Paul Gauthier, a Halifax native, is co-founder of Inktomi, which is a $7 billion search engine company. Jeff Skoll, a Montreal native, was one of the founders of eBay. Rob Burgess is the chairman and CEO of Macromedia, multimedia software developer. All of them are originally Canadian. There are many stories like this, and this loss of our top talent needs to be addressed. (V. Lobo, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

C. Business Culture and Education

Several witnesses pointed out to the Committee that Canada has a very different cultural background regarding business activity than one finds in the United States. The general perception among Canadians is that business and profit are improper. John Cranston and Brien Gray told the Committee that:

> *There is something really wrong in the way we in Canada look at business. Business is wrong, if you listen to a large part of the population. We all depend on it for what we do, and yet somehow it is wrong. (J. Cranston, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*
>
> *In Canada we have a cultural problem. Historically, the United States has celebrated free enterprise and their entrepreneurs. I noticed a remarkable change in the Province of Québec when magazine covers no longer showed politicians or the archbishop and they started to celebrate the entrepreneurs.*
>
> *The rest of the country has not picked that up. We tend to denigrate, not celebrate our entrepreneurial class in this country. I am not referring only to the role we play and that of the media, but I am also referring to the role of political leaders. They must begin to recognize and understand the importance of the entrepreneurial equation, that is, its contribution to the economy and its ability to assist in delivering all kinds of other benefits or goods in society. We often say that the best social program is a job and that, if you inhibit the creation of wealth and jobs and, then you cannot be any further ahead. (B. Gray, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

According to John Cranston, there is a lack of knowledge of fundamental economic and business issues among the educational and media masses. "They cannot pass to their students, to their readers, to their listeners, a better understanding of economic issues than they have themselves. This lack of knowledge leads to suspicion, because if one does not understand something, they are suspicious of it." *(J. Cranston, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)* If people do not understand how business works, they cannot do the math and make the connections. "It also causes them to look to government for solutions in areas where … it is not appropriate for government to be." *(J. Cranston, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)*

Gordon Sharwood spoke to the Committee about flaws in academic programs offered to business students attending Canadian universities:

> *On the university side, we have found that for business planning the focus is not on entrepreneurship; I think Brien Gray talked earlier about the business schools leaving a legacy of being focused on the non-entrepreneurial sector. Nobody teaches how to write a business plan to raise equity. Not a single [academic institution] that we know of — I think Queen's is just beginning to do it — teaches how to write a business plan to raise*

equity, which is very different from writing a business plan to do debt. (G. Sharwood, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

According the Loudon Owen, first-time entrepreneurs seeking equity are sometimes poorly educated and ill-informed about obtaining it. This is a concern echoed by many other witnesses.

The Committee firmly believes that our economic success as a nation is directly tied to the success of our businesses. For business success, several key ingredients must exist: entrepreneurial ability; a varied skill set that includes experience and expertise in management, sales and marketing; a commitment to continued skills development and lifelong learning; and an appropriate organizational culture. Believing that some of these ingredients are innate while others can be learned, the Committee recommends that:

The federal government study possible incentives for skills development and lifelong learning among Canadian entrepreneurs and management. These incentives must recognize the particular skill needs and challenges faced by these Canadians as distinct from the government's more general focus on skills development and lifelong learning.

VII. Conclusion

Increased globalization, and advances in both technology and communications, are leading to major structural changes in economies around the world. This creates a whole new set of growth opportunities for the future. Most nations have now recognized the immense potential that the emerging knowledge-based economy represents for the wealth, the standard of living and the quality of employment of their citizens, and they are moving to take advantage of it.

Although no one knows what the future holds, Canada certainly appears to be well positioned to enjoy these benefits. Canada is a small, open economy, with a great deal of individual talent and wealth. Sixty-seven universities and colleges produce more than 25,000 graduates per year in mathematics, engineering, and pure and applied sciences. Canada has much to offer in the new, emerging global economy. It also has a lot to lose, as resources become increasingly mobile. If Canada is not an attractive place for these resources, they will go elsewhere.

> *Technology and globalization are combining to create a new world from which we cannot insulate ourselves. We are seeing an increasing number of Canadian companies going down to the U.S. if the capital is available there. … The world's capital markets are rapidly changing. Some of the implications of the changes will clearly relate to small businesses. (J. Oliver, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 46)*

In the context of the new economy and the expansion of global markets, the potential for economic growth is enormous. Certainly, the most successful nations will be those with the ability to look forward, spot new trends and capitalize on them before their competitors do. This Committee believes that the next challenge for Canada is to build a solid and sustainable equity market environment structurally adapted to the growth and the financing of entrepreneurial activity. We believe that the implementation of the recommendations contained in this report will contribute to such an environment.

ADDENDUM

Chicago Roundtables on Equity Financing of Small Business

Summary of the Evidence

Government and Associations

The venture capital industry is booming in the state of Illinois. In the last 12 months, the amount of venture capital invested in Illinois increased by 850%, from $63.17 million committed in the first quarter of 1999 to $600 million in the first quarter of 2000 [David Weinstein]. The Committee heard that there is actually more venture money than venture projects [David Weinstein].

There has been a major turn-around in the last three years. If not for community and government actions, the region could have lost its whole high-growth "knowledge-based" industry [Candace Renwall].

In order to create this dynamic and self-sustainable investment climate for venture capital, a region needs:

(i) technology-based infrastructure;

(ii) a solid financial system;

(iii) an active angel community;

(iv) state sponsorships of entrepreneurial activity; and

(v) generous tax incentives [Shayne Mandle].

The key role for the government is to provide strong leadership, with investment in infrastructure, research and development (R&D) and education. Generally, it is to give businesses the best opportunities to grow [Shayne Mandle].

Attracting Technology-Driven Companies

1. Building a Competitive Environment

At the state level, the emphasis has been the creation of a competitive environment for businesses and financiers by:

- Putting in place programs to enhance companies' access to a rich labour pool. The state government provides R&D tax credits, grants and scholarships, and financial aid to educate the unemployed [Mary Reynolds].

- Providing tax incentives to technology-driven firms. The objective is to give these firms a "competitive edge" [Mary Reynolds].
- Greatly diminishing the financial burden of complex form filings, and other government-related paperwork, on small businesses [Mary Reynolds].
- Promoting technology-related trade associations. They can advance government policy by providing a touch point with the technology sector [David Weinstein]. They also help start-ups by holding conferences, generating public interest and networking among the angel community. They also fulfill an educational role [Candace Renwall]. The Illinois Coalition is a good example. This not-for-profit association pulled together the entire chain of participants: governments (all levels), university research departments and the industry. They act together and develop policy plans which are then submitted to the governments [Shayne Mandle].

2. Building Technology-based Clusters (Ecosystems)

The role of the city of Chicago was to create the "ecosystem" conducive to its technological development. By creating a dynamic and viable business environment for start-ups, the city has encouraged technology-based enterprises to locate in Chicago and financiers to invest in local businesses. This has been achieved by:

- Using public funds to secure real estate facilities for promising start-ups. For example, Ethnic Grocer was required to provide $2 million in collateral to secure convenient real estate. This would not have been possible without the help of the city. It is also important to note that the city gets its investment back if the companies they sponsor prove to be successful [Jim Dispensa, Katherine Gehl].
- Changing the building codes when problems arise with hi-tech real estate mega projects [Jim Dispensa, Katherine Gehl].
- Providing adequate power distribution. Internet-based companies need high power distribution and adequate redundancy in case of failures [Jim Dispensa, Katherine Gehl].
- Converting empty manufacturing buildings into modern facilities for high-growth companies [Jim Dispensa, Katherine Gehl]. Old manufacturing buildings are attractive because of huge floor space, big enough for gyms and other recreation rooms which are becoming the "norm" in the hi-tech work environment (because of very long hours).

Government Leadership and Marketing

The key government role is to show leadership [Shayne Mandle]. For example, Governor George H. Ryan has let entrepreneurs and investors know that he is strongly committed to the growth and prosperity of the local hi-tech industry [Mary Reynolds]. Marketing is also crucial. According to the Illinois Coalition, good marketing of the programs in place and the commitment of the city have been the key to the success of Chicago. There is thus an ongoing need to compile detailed statistics on the sector, and then use those as a powerful marketing tool [Candace Renwall]. The state of Illinois recently put up a $20 million marketing program that will "promote the role of Illinois in the new economy and attract businesses and investors to the region" [Mary Reynolds].

Attracting Capital

The state of Illinois has been extremely successful in attracting early stage capital. Again, the fact that governments and associations worked in tandem to facilitate the growth of technology-based businesses, in conjunction with a good marketing and communication strategy, helped draw the attention of the venture community to the region. Other factors also played a role:

- The favourable tax environment for technology-driven small business investments played a major role in the success of the region [David Weinstein].
- Not-for-profit trade organisations, such as the Illinois Coalition, contributed a great deal to the establishment of networks of angel investors. The Illinois Coalition operates several programs designed to meet the capital needs of seed and early stage technology companies statewide. These programs include a seed venture fund and a capital matching/referral network. There are approximately 250 angels participating in this matching/referral network. The role of the Illinois Coalition is to "syndicate the deal": entrepreneurs coming to the Illinois Coalition with the intention of raising seed capital can be given the opportunity to present their business plan to a group of angels, who will then choose to invest or not. On average, angels ask for a 20% equity stake [Shayne Mandle]. Finally, the Illinois Coalition also acts as the local network operator for ACE-Net.
- The city of Chicago has set up a government-based venture capital fund. However, the results of this initiative have not been convincing. The major problem was the lack of competition from other similar funds [David Weinstein].
- There are ways through which the banking industry can significantly contribute to the financing of technology-based ventures. For example, linked deposit programs (state programs that deposits funds in banks at below market rates under the condition that the banks use the money to make loans that encourage economic development) have been successful [David Weinstein].

Angel Investors and Venture Capitalists

In the U.S., angel investors are actively funding the very early stages of business development. *Forbes* magazine estimated that angels invested more than $50 billion in 1997 alone. The U.S. Small Business Administration (SBA) reported that, in June 1996, the number of angels was conservatively estimated at 250,000, investing in more than 30,000 businesses.

"There is a dramatic revolution. The capital formation process is now really happening at the very small business level" [William Lederer]. Small business created all of the net new jobs in the U.S. since the 1991 recession. Angel investors are playing a crucial role in the continuum from very small start-ups to publicly listed companies, because they are at the beginning of the financing process. Companies with sufficient start-up dollars available to them are likely to move up to venture capital financing and public financing very quickly, thus growing at a very fast pace. Most of the companies that are under-funded at the start-up level usually do not grow fast enough and thus cannot move up to the next level of venture capital financing.

Angel Investors

- Angel investors operate in local networks (social clubs, groups, etc.). Members meet periodically—every 3 to 4 months—to hear and select companies in which to invest. The investors with whom the Committee met are part of a group of 30 to 40 angels [Steve Miller and Mark Glennon].
- The success rate for angels has been excellent [Steve Miller].
- In general, angels hold strong geographic preference (100 miles radius from home) [Mark Glennon].
- The time to exit an investment is a crucial decision factor [Mark Glennon].
- The final decision to invest is primarily made on intangibles (as opposed to tangible factors, such as valuation and sales projections) [Bob Geras].
- In the process of evaluating a project, the principal factors considered are:
  - (i) who is the referral;
  - (ii) entrepreneurs' backgrounds;
  - (iii) sales and marketing potential;
  - (iv) track record of the company;
  - (v) management team's potential; and

(vi) valuation of the company [Bob Geras].

Venture Capital

- The average venture capital deal in the U.S. is about $15 million.
- Venture capitalists invest primarily in good management teams; that is, managers with many relationships and contacts and a great knowledge and experience of the market [Chip Ruth]. It is a challenge to find good experienced managers [Michael Gray]. For example, Chip Ruth reported that, in Chicago, they have not been able to hire the top qualified managers. However, he also mentioned that because stock options in the U.S. have a tax advantage (over salary and wages, for example), it is easier to attract and hire the most talented people.
- The principal investors in venture capital funds are the pension funds and other institutional funds because they have a tax advantage [Chip Ruth].
- Venture capitalists typically invest at the expansion stage or the product's mass marketing and distribution stage. They tend to prefer companies with global views and large scale market potential.

Comments About Canada

Canada was viewed as a country with excellent technology-related business opportunities. For example, some panelists had already done some business in Canada, or had thought about it. Also, in the 1999 Chicago Venture Capital Conference, ten out of 35 companies presenting were from Canada [Steve Miller]. This shows that Canada is definitely a leader in technology development, and that many investors are aware of it.

However, the panelists identified some barriers to investing in Canada. First, "Canada will have a tough job attracting U.S. investors" [Bob Geras] because of the much lower scale, liquidity and level of activity of Canadian capital markets. It follows that the profitability of exits in the U.S. is much higher, and the time to exit is quicker. In the U.S., venture capital is literally pulled by the IPO market [Bob Geras]. Mark Koulogeorge and Chip Ruth also identified the lack of liquidity in Canadian capital markets as a turnoff for investing in Canada.

Another obstacle is that investors have to deal with different "unknown" legislation [Bob Geras]. It becomes even more of an obstacle because Canadian rules are complex, which means expensive legal costs.

Many panelists told the Committee that Canada needs to be creative to attract investors' interest. Canada must put in place the right climate conducive to the equity financing of entrepreneurial activity, which means:

- a tax-friendly environment for angel investments;
- diminishing the regulatory burden on such investments—one panellist mentioned that the $150,000 minimum threshold rule in Ontario played a role in his decision not to invest in Toronto;
- additional incentives to investors and commitment to the growth of small businesses; and
- establishment of local networks of angel investors.

According to Mark Koulogeorge, Canada's problems with the equity financing of small businesses are symptoms that can be cured by putting in place the right conditions: an environment conducive to wealth creation. If one makes Canada a place where money can grow and where investors can make money, then the rest will fall into place. Currently, investors do not perceive "Canada as a place where they will make money: you have to let people become wealthy" [Chip Ruth].

Mark Koulogeorge also said that Canada cannot get the critical mass and investments with a tax disadvantage and a lack of business opportunities. To get more foreign investment, Canada needs to "knock down the barriers for capital flows." Capital is the most fluid resource, and it tends to flow where it can grow to its fullest. William Lederer also identified capital flight as a major challenge for Canada's future. Anton Simunovic told the Committee that Canadians like him, who moved to the U.S. looking for challenge and opportunities, do not go back to Canada to re-invest in the Canadian economy, even if they move back to Canada.

Another panellist told the Committee that the amount of venture capital available to a Canadian business start-up is greatly inferior to what an equivalent U.S. start-up can obtain. This is putting Canadian businesses at a competitive disadvantage vis-à-vis American competitors [William Lederer]. "In Canada, business plans are for the most part flowing to the big investment banks, whereas in the U.S. they flow to independent venture capital corporations" [Anton Simunovic].

There was a general perception that Canadians hold a defensive attitude towards risks and rewards on capital markets. Moreover, the spirit of enterprise in the United States is much more oriented towards risk-taking than it is in Canada. "Canada does not have a tradition of celebrating the winners" [William Lederer].

Finally, venture capitalists are looking for large-scale distribution channels and market access. Canada lacks large scale partners and top managers with a global vision to take over the U.S. and world wide markets [Mark Koulogeorge and Anton Simunovic]. There are also some geographical management issues because investors prefer investing in the vicinity of their home.

Government Initiatives and the Small Business Administration (SBA)

The role of the Small Business Administration (SBA) is to identify and change legislation that hinders the growth of small businesses [Terry Bibbens].

The SBA created ACE-Net (Angel Capital Electronic Network), which enables entrepreneurs to reach a nation-wide network of angel investors on the Internet. Since its inception in 1996, ACE-Net has been a great success, although it is not as valuable as local networks [Terry Bibbens].

A great challenge for ACE-Net has been to campaign for harmonizing state securities laws. As a result of these efforts, the North American Securities Administrators Association (NASAA) developed a "Model Accredited Investor Exemption" for ACE-Net in 1997 which has been adopted by 40 states. The NASAA includes Canada and Mexico as members. ACE-Net currently operates in 46 states [Terry Bibbens].

Under the "Model Accredited Investor Exemption," entrepreneurs can raise up to $1 million in a 12-month period, with no information disclosure requirements, little solicitation and few resale restrictions, plus no limit on the number of investors. However, sales of securities must be made only to accredited investors (a natural person whose net worth exceeds $1,000,000, or whose income exceeds $200,000 [$300,000 jointly with spouse]; or institutional investors such as a bank, broker or dealer, insurance company, investment company, SBA-licensed Small Business Investment Company, or other investment funds). There is no minimum purchase requirement.

ACE-Net offers a "short form" option to entrepreneurs wishing to be listed on ACE-Net. The short form consists of a subset of questions that are designed to provide the most fundamental information about the company. The short form works in conjunction with both the "Model Accredited Investor Exemption" and the more conventional regulation D, rule 504, exemption.

Finally, in 1997 the U.S. government introduced a 50% exemption on the capital gains tax rate for small business investments held for more than five years (but with unlimited tax-free rollovers allowed). Additionally, the general tax rate on capital gains has been reduced to 20%. These developments literally drove the growth of the venture capital industry [Terry Bibbens and Chip Ruth].

Directors of Incubators

The Committee heard from a variety of incubation firms operating in the Chicago area. They all differ fundamentally in their operations, either from the development stages of the companies they seek to incubate or from their sources of funding and revenue.

The "Pre-incubation" Period: The Technology Commercialization Laboratory (Ann Hammersla)

The Technology Commercialization Laboratory (TCL) focuses on technology transfer; that is, the research and development of commercial applications out of government-funded, university-based R&D. The TCL is an initiative of the University of Illinois. The TCL's mission is to create an environment that will attract, assist and encourage entrepreneurs in commercializing technologies generated at the University of Illinois and to enhance economic development at the University, within the community and throughout the state of Illinois.

Participants in the TCL must be conducting research and development leading to commercialization of technology. When the research and development phase of a project has been completed, the participant should graduate from the TCL and seek other facilities, such as incubators.

Ann Hammersla added that the support of universities to technology start-ups is an important impetus to local economic development. In fact, 77% of start-ups locate near the University.

"Government-assisted" Incubator: The Evanston Business and Technology Incubator (Thomas Parkinson)

The Evanston Business and Technology Incubator (EBTI) has grown up as a part of Northwestern University and the City of Evanston research park. Consequently, the incubator was able to take advantage of some of the development programs offered by the research park instead of having to create them. This allowed the incubator to focus on developing space or physical infrastructure that connects clients to these existing programs. Initially, the incubator had about 2,000 square feet of space, which has grown to nearly 50,000 square feet.

The services offered by the incubator include flexible space at expensive rates, a range of business services, access to seed capital (city loans and Thomas Parkinson's Evanston Business Investment Corporation), mentoring and networking services. Of particular importance is the nature of the networking approach utilized. The incubator fosters networking between companies in the incubator and those in the research park, as well as with the contacts of these companies so that these contacts also become an extension of the network. Also, existing tenants can network with incubator graduates as well as with the graduates' contacts, thus providing leverage.

The entry and exit criteria are very subjective but essentially boil down to an element of fit between the incubator services offered and the clients' needs. The focus is more on trying to ascertain the nature of the business or technology the applicant is trying to develop and how appropriate the facility is.

It is a not-for-profit incubator. The EBTI does not take equity from client-companies; it is essentially a landlord. The EBTI accommodates start-ups until they reach the point of 15 to 20 employees. The success rate of incubated companies ranges from 75% to 80%.

Market-based Incubator: Dotspot Divine (Rick Powell, Mike Jasso, Jim Bower)

Dotspot Divine develops, markets and manages economic office facilities (approximately 1,000,000 square feet for all of its facilities) to maximize the growth of associated companies and non-affiliate businesses. Outfitted with superior information technology and telecommunications infrastructure, Dotspot Divine facilities provide a "cost- and time-effective" means for associated companies to establish themselves. Facilities offer amenities that could include daycare, health clubs, office hoteling, videoconferencing, organized events and food services.

Dotspot Divine is a subsidiary of Divine InterVentures (a Chicago-based venture capital corporation). It is a for-profit company, and takes an equity stake in the companies it incubates. The first concern is to provide real estate of the highest quality to clients, and to create an environment that is conducive to technology-based entrepreneurial firms. Secondly, it takes care of everything incubated firms are not good at, on an individual basis.

The "Post-incubation" Period: Andersen Consulting Dot-com Launch Center (Bill Shipley)

Andersen Consulting Dot-com Launch Centers provide initially-funded e-commerce start-ups and spin-offs with management, marketing, finance, administration and technology expertise needed to scale rapidly and become viable businesses. Unlike a traditional incubator, which typically works with businesses in their first days of existence, the Andersen Consulting Dot-com Launch Centers work with e-businesses that already have in place a nucleus of management and financial support.

There are 17 Launch Centers in different cities around the world (America, Europe, Africa and Asia). In Chicago, the Launch Center currently has 38 companies "accelerating." The Center helps companies in many ways, including technology development. Also, client companies benefit from the wide expertise of Andersen Consulting (tax expertise, marketing, administration, etc.). Andersen Consulting also manages a venture fund, which can benefit client-companies.

Andersen Consulting said it will take up to $1.2 billion in equity over three years from the start-ups as partial compensation for its services.

Businesses Benefiting from Start-up Financing

Circle Group Internet (Greg Halpern)

- Circle Group Internet (CGI) is a multi-service business development firm focused on the growth of pre-IPO technology-driven companies. The firm primarily helps client-companies to raise capital through a Direct Public Offering (DPO). Other services include technology, internet, management and marketing support.

Note: A Direct Public Offering (DPO) is the newest method of raising equity capital in the United States. This kind of offering is commonly conducted over the Internet. The shares (non-tradable, in practice) are sold directly to accredited investors, without the supervision of a trading market. DPOs are raising a number of regulatory issues for both federal and state regulators. In that respect, Greg Halpern deplored the tightening regulatory environment for DPOs, making it more difficult to initiate DPOs in the United States. Besides, the level of investor acceptance for DPOs is still unknown. For all of these reasons, DPOs are being carried out with a high degree of uncertainty.

- CGI conducted a DPO from June 1998 to January 1999. CGI raised $2.5 million in a Regulation A Offering entirely over the Internet, and became the first company to complete an end-to-end stock offering on the Internet without the help of a venture capitalist or investment banker. Generally, each investor puts $10,000 to $40,000 in the company.

- CGI recently had a Canadian client-company that wanted to initiate a DPO in Canada – a copy of the CGI's offering in the United States. However, different securities legislation in Canada prevented CGI from implementing a similar offering in Canada. The main obstacle was the minimum investment threshold ($97,000 to $150,000) required by provincial securities law.

- In the U.S., CGI has organized DPOs over the Internet for other companies as well. Generally, investors who bought shares in the companies were already users of the offering companies' technology. In exchange for their services, CGI usually takes a 4% equity stake in their client-companies.

Coolsavings.com (Steven M. Golden)

- Coolsavings.com is a web site where advertisers can deliver a broad range of "savings opportunities" to targeted segments of the company's "membership" base who have registered their demographic profiles on Coolsavings.com. Savings products include printed and electronic coupons, personalized e-mail, loyalty points, category newsletters, rebates, samples, sales notices, gift certificates, etc.
- The company's first round of financing was $10 million to $15 million from angel investors. The company had previously solicited venture capital corporations, but Steven Golden said that they wanted too much equity.
- The firm became CoolSavings.com (from "Interactive Coupon Marketing Group") in November 1999 following a second round of funding from Australian-based Lend Lease: they invested $18.5 million for a 30% stake and took a seat on the Board.
- Now, the company is building "strategic partners alliances" with major clients (advertisers), such as Visa. Strategic partners invested in the company as well.

Perceptual Robotics (Paul Cooper)

- Perceptual Robotics developed an imaging web technology where users interact with telerobotic web cameras to view whatever they would like, just as if they were actually present in that place. TrueLook software allows multiple users to experience a single location at once, up to the limits of the network bandwidth.
- Paul Cooper is Canadian. He was a faculty member at Northwestern University prior to founding Perceptual Robotics.
- Government intervention played a big role in the formation of Perceptual Robotics, and "all the way through each round of financing."
- The company first received a Small Business Innovation Research (SBIR) grant from the federal government.

Note: The Small Business Innovation Research (SBIR) Program is a $1 billion federal program which funds R&D and technology commercialization. It was established to open the door for small businesses to federal research and development and to speed the conversion of their research findings into commercial products.

- The company was nurtured by the Evanston Business and Technology Incubator, and received $500,000 from angels in exchange for a 5% to 10% equity stake.
- In a second round of financing, the company received $2 million to $3 million from venture capitalists. It then received financing from InterVenture and Motorola.

Ethnic Grocer (Parry Singh)

- Ethnic Grocer sells ethnic food and ingredients on the Internet.
- After a $1 million investment by the founders, Ethnic Grocer received $2 million venture capital financing from KB Partners. In exchange, the company gave up 33% equity.
- In its second round of financing, the company received $12.5 million from Silicon Valley's venture capital corporations (Kleiner Perkins Caulfield & Byers and Benchmark Capital).
- The company received advantageous lease arrangements from the city of Chicago to occupy space in one of the city's high technology facilities. The city made available $2.47 million for the company's facility. The money will be held in escrow for up to two years. If EthnicGrocer.com grows as expected, the money will return to the city.

WITNESSES

Name of Organization and/or Witness, Date of Appearance and Issue Number

Alberta Capital Market Foundation:
Mr. John Cranston, Chairman. (Ottawa, April 27, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

Andersen Consulting:
Mr. Bill Shipley, Director of Business Development. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Association of Labour Sponsored Investment Funds:
Mr. Dale Patterson, Executive Director;
Dr. Calvin Stiller, CEO, Canadian Medical Discoveries Fund Inc.;
Mr. Ken Delaney, President & CEO, First Ontario Fund; and
Mr. Michael Steplock, President & CEO, Retrocom Growth Fund. (Ottawa, November 28, 2001, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 25)

Bank of Montreal Capital Corporation:
Mr. David Pakrul, Senior Vice-President, Bank of Montreal. (Toronto, April 29, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)

Bank of Nova Scotia:
Mr. Rod Reynolds, President and Chief Executive Officer, RoyNat Inc. (Toronto, April 29, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)

Blue Meteor, Inc.:
Mr. David Weinstein, Chief Executive Officer. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 30, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

British Columbia and Alberta Securities Commissions:
Mr. Douglas M. Hyndman, Chair, British Columbia Securities Commission; and
Mr. William L. Hess, Chair, Alberta Securities Commission. (Ottawa, by videoconference, March 23, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 48)

Business Development Bank of Canada:
Mr. Michel Ré, Senior Vice-President, Emerging Markets; and
Ms. Mary Grover-LeBlanc. (Ottawa, March 18, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 47)

Canadian Federation of Independent Business:
Mr. Brien Gray, Senior Vice-President, Legislative Policy. (Toronto, April 28, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

Canadian Venture Capital Association:
Mr. John Eckert, President; and
Mr. John Bradlow, Director and Chair of the Public Policy Committee. (Ottawa, November 21, 2001, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 21)

Capital Alliance Ventures Inc.:
Mr. Denzil Doyle, Chairman of the Board. (Ottawa, April 27, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50 and October 17, 2001, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 19)

CastleHill Ventures:
Mr. Barrie Laver, Managing Partner. (Toronto, April 28, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

Chicago Software Association:
Ms. Candace Renwall, Executive Director. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 30, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Chicago Technology Park &Research Center:
Mr. Jim Peters, Research Center Coordinator. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

CIBC Capital Partners:
Mr. Ian Kidson, Managing Director. (Toronto, April 29, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)

Circle Group Internet:
Mr. Greg J. Halpern, Chief Executive Officer. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

City of Chicago:
Mr. Jim Dispensa, Assistant Commissioner, Department of Planning and Development; and
Mr. Dan Lyne, Assistant to the Mayor. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 30, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Coolsavings.com, Inc.:
Mr. Steven M. Golden, Chairman and Chief Executive Officer. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Crocus Investment Fund:
Mr. Doug Davison, Senior Vice-President. (Ottawa, November 7, 2001, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 22)

Divine InterVentures:
Mr. Anton Simunovic, Managing Partner; and
Mr. Michael Gray, Partner. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

DotSpot Divine:
Mr. Rick Powell, President and General Manager;
Mr. Mike Jasso; and
Mr. Jim Bower, Director of Real Estate. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Epigraph, Inc.:
Mr. Josh Schneider, Chief Executive Officer. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Ethnic Grocer, Inc.:
Mr. Parry Singh, Chief Executive Officer and President. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Evanston Business Investment Corporation:
Mr. Thomas E. Parkinson, Executive Director. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

First Analysis Venture Capital:
Mr. Mark Koulogeorge, Managing Director. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Growth Works Capital Ltd (Working Opportunity Fund):
Mr. David Levi, President and Chief Executive Officer; and
Mr. Murray Munro, Senior Vice-President, Marketing and Operations. (Ottawa, November 7, 2001, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 22)

Investment Dealers Association of Canada:
Mr. Joseph Oliver, President. (Ottawa, March 4, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 46)

Illinois Coalition:
Mr. Shayne Mandle, President. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 30, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

State of Illinois, Office of Governor George H. Ryan:
Ms. Mary Reynolds, Chief Technology Officer. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 30, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

LaSalle Investments:
Mr. Bob Geras, President. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 30, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Macdonald & Associates:
Ms. Mary Macdonald, President. (Toronto, April 28, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50 and Ottawa, November 28, 2001, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 25) and
Mr. Kirk Falconer, Director, Research and Analysis. (Ottawa, November 28, 2001, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 25)

Professor Jeffrey G. MacIntosh, University of Toronto:
(Toronto, April 28, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

Marquette Venture Partners:
Mr. Chip Ruth, General Partner. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

McLean Watson:
Mr. Loudon F. Owen, Managing Partner. (Toronto, April 29, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)

Minotaur Partner:
Mr. William Lederer, Partner. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 30, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Professor Jack M. Mintz, University of Toronto:
(Ottawa, May 6, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 52)

Mosaic Venture Partner:
Mr. Vernon Lobo, Managing Director. (Toronto, April 28, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

Nibiru Investments:
Mr. Dave Smardon, Managing Director. (Toronto, April 29, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)

Office of Advocacy:
Mr. Terry Bibbens, The Entrepreneur in Residence. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 30, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Origin Ventures, LLC:
Mr. Steve Miller, Principal. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 30, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Perceptual Robotics:
Mr. Paul Cooper, Chief Executive Officer and President. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Priveq Capital Fund:
Mr. Brad Ashley, Managing Director. (Toronto, April 28, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

Professor Allan Riding, Carleton University:
(Ottawa, March 16, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 47)

Royal Bank Capital Corp.:
Mr. Jacques Sayegh, President and Chief Executive Officer. (Toronto, April 29, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 51)

Sharwood and Company:
Mr. Gordon Sharwood, Chairman. (Toronto, April 28, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

Solidarity Fund FTQ:
Mr. Fernand Daoust, Special Advisor to the President;
Mr. Maurice Prud'homme, Group Vice-President, Partnerships; and
Mr. Guy Versailles, Vice-President, Communications, Marketing and Public Relations.
(Ottawa, November 28, 2001, Evidence, 37th Parliament, 1st Session, Issue 25)

University of Illinois:
Ms. Ann Hammersla, Associate Vice Chancellor. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 31, 2000, Evidence, 36th Parliament, 2nd Session)

Vancouver Stock Exchange:
Mr. Michael Johnson, Chairman. (Ottawa, May 13, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 52)

Venture Capital Online, Inc.:
Mr. Mark Glennon, Vice President – Venture Group. (Fact-Finding Mission to Chicago, May 30, 2000, 36th Parliament, 2nd Session)

Working Ventures Canadian Fund Inc. and **Canadian Venture Capital Association:**
Mr. Ron Begg, President. (Ottawa, March 16, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 47)

World Heart Inc.:
Mr. Roderick Bryden, President and Chief Executive Officer; and
Honourable Senator Wilbert J. Keon. (Ottawa, May 13, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 52)

XDL Capital:
Mr. David Latner, Counsel. (Toronto, April 28, 1999, Evidence, 36th Parliament, 1st Session, Issue 50)

LE SÉNAT

Rapport intérimaire du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce

POUR UN ENVIRONNEMENT PROPICE À LA PROSPÉRITÉ : FACILITER LA CROISSANCE DES PETITES ET DES MOYENNES ENTREPRISES CANADIENNES

Le président
L'honorable E. Leo Kolber

Le vice-président
L'honorable David Tkachuk

Septembre 2002

TABLE DES MATIÈRES

POUR UN ENVIRONNEMENT PROPICE À LA PROSPÉRITÉ : FACILITER LA CROISSANCE DES PETITES ET DES MOYENNES ENTREPRISES CANADIENNES

Composition du Comité iv

Ordre de renvoi vi

Recommandations viii

I. Introduction 1

II. Piètre performance des petites entreprises 3

III. Questions liées au marché financier 7

A. Le financement du démarrage des entreprises 7

B. Le cas particulier des fonds de travailleurs 13

C. Investissement institutionnel et étranger 17

D. Échelle et liquidité des bourses, et voie de sortie des investissements 23

IV. Distorsions liées à la réglementation 25

A. Problèmes liés à la réglementation bancaire 25

B. Exigences relatives au blocage des titres 29

C. Règles concernant les sociétés affiliées 33

D. Responsabilité des administrateurs 35

V. Incitatifs fiscaux 37

A. Impôt sur les gains en capital 37

B. Charges fiscales non liées aux bénéfices 39

C. Allégements et incitatifs fiscaux initiaux et généralisés 41

VI. Manque de compétence en gestion 43

A. Réticence des propriétaires de PME à céder une partie de leur contrôle 43

B. Manque de compétences en gestion, en vente et en marketing 45

C. Contexte culturel du milieu des affaires et éducation 47

VII. Conclusion 49

Addendum - Tables rondes de Chicago sur le financement par actions des petites entreprises

Table ronde n° 1 52

Table ronde n° 2 et 3 56

Table ronde n° 4 61

Table ronde n° 5 64

Témoins 67

COMPOSITION DU COMITÉ

L'honorable E. Leo Kolber, *président*

L'honorable David Tkachuk, *vice-président*

et

Les honorables sénateurs :

Angus	*Lynch-Staunton (ou Kinsella)
*Carstairs, C.P. (ou Robichaud, C.P.)	Meighen
Furey	Oliver
Hervieux-Payette, C.P.	Poulin
Kelleher, C.P.	Setlakwe
Kroft	Wiebe

**Membres d'office*

Nota : Les honorables sénateurs Austin, C.P., Callbeck, Kenny et Kirby (à titre de président) ont aussi assisté à la présente étude.

Personnel de la Direction de la recherche parlementaire, Bibliothèque du Parlement :

Mme June Dewetering, analyste principale par intérim et M. Alexandre Laurin, attaché de recherche, Division de l'économie.

Nota : M. Gerald Goldstein , directeur, Division de l'économie, M. Marion Wrobel, analyste principal, Division de l'économie et Mme Margaret Smith, attachée de recherche, Division du droit et du gouvernement, ont assisté à la présente étude en qualité de recherchistes du Comité.

Personnel de la Direction des comités et de la législation privée :

Denis Robert, greffier du Comité

Nota : M. Gary Levy était greffier du Comité jusqu'au 30 juin 2000.

ORDRE DE RENVOI

Extrait des Journaux du Sénat, mardi 20 mars 2001 :

L'honorable sénateur Tkachuk, au nom de l'honorable sénateur Kolber, propose, appuyé par l'honorable sénateur Cohen,

« Que le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce soit autorisé à examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international;

Que les documents et témoignages recueillis à ce sujet au cours de la première et deuxième session de la trente-sixième législature et tout autre document parlementaire et témoignage pertinent concernant ledit sujet soient renvoyés à ce Comité;

Que le Comité soit habilité à permettre le reportage de ses délibérations publiques par les médias d'information électroniques, en dérangeant le moins possible ses travaux;

Que, nonobstant les pratiques habituelles, le Comité soit autorisé à déposer un rapport intérimaire sur ledit sujet auprès du greffier du Sénat, si le Sénat ne siège pas, et que ledit rapport soit réputé avoir été déposé au Sénat; et

Que le Comité soumette son rapport final au plus tard le 31 mars 2002.

Après débat,

La motion, mise aux voix, est adoptée. »

Extrait des Journaux du Sénat, mercredi 6 mars 2002 :

L'honorable sénateur Kolber propose, appuyé par l'honorable sénateur Mahen,

Que la date de présentation du rapport final du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce au sujet de son étude sur la situation actuelle du régime financier canadien et international, autorisée par le Sénat le 20 mars 2001, soit reportée au jeudi 27 mars 2003.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

Paul Bélisle

Greffier du Sénat

RECOMMANDATIONS

Que le taux d'inclusion des gains en capital, qui a été ramené à 50 % dans l'*Énoncé économique et la mise à jour budgétaire* d'octobre 2000 du ministre des Finances soit encore réduit.

Que le gouvernement fédéral entreprenne des activités visant à mieux coordonner ses services de jumelage, comme le Plan d'investissement communautaire du Canada piloté par Industrie Canada, de sorte que les investisseurs soient jumelés avec des entrepreneurs ayant besoin de financement.

Que le gouvernement fédéral convoque une réunion avec des organismes provinciaux de réglementation du secteur des valeurs mobilières pour que les exigences en matière d'achat minimal et les obstacles fiscaux ne découragent pas indûment l'investissement.

Que le gouvernement fédéral tienne compte des répercussions négatives que pourraient avoir toute nouvelle mesure législative ou mesure dans le domaine de la réglementation sur les fonds de travailleurs.

Que le gouvernement fédéral étudie la question des investissements de capital de risque par des fonds de pension, et se penche notamment sur les obstacles tenant à la réglementation ou de nature structurelle qui s'opposent à de tels investissement, en particulier par des fonds de travailleurs.

Que le gouvernement fédéral encourage, par ses fonctions en matière de législation et de réglementation, un climat qui permette l'essor et la prospérité des bourses canadiennes.

Que le gouvernement fédéral entreprenne une étude afin de cerner les barrières ou obstacles nuisant à la capacité des banques d'être concurrentielles pour ce qui est des activités liées au capital de risque dans le but de les éliminer.

Que le gouvernement fédéral amorce un dialogue avec les divers intervenants à propos d'un régime de blocage de fonds national et que l'on étudie par ailleurs la mesure dans laquelle les exigences en matière de blocage de fonds peuvent décourager les appels publics à l'épargne, en vue de modifier en conséquence ces exigences.

Que le ministère des Finances examine les règles concernant les sociétés affiliées énoncées dans la *Loi de l'impôt sur le revenu* en vue de déterminer l'opportunité d'exempter les actions détenues par des sociétés de capital de risque de l'application de ces règles.

Que le gouvernement fédéral fasse en sorte d'appliquer toutes les recommandations que le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce a formulées à propos des responsabilités des administrateurs de sociétés.

Que le gouvernement fédéral modifie la *Loi de l'impôt sur le revenu* pour abaisser encore le taux d'imposition des gains en capital.

Que le gouvernement fédéral étudie l'impact de l'impôt des sociétés dans le but de réduire ou d'éliminer la part qu'il occupe dans cette ponction.

Que le gouvernement fédéral mène une étude sur les incitatifs existants, qu'il soient de nature fiscale ou autre, afin d'établir s'ils donnent les résultats escomptés et ne faussent pas les décisions en matière d'investissement.

Que le gouvernement fédéral étudie des moyens d'encourager le perfectionnement des compétences et l'apprentissage continu parmi les gestionnaires et entrepreneurs canadiens. Ces incitatifs doivent reconnaître les besoins et les défis particuliers qui se posent à ces Canadiens séparément des efforts plus généraux que le gouvernement déploie en ce sens.

POUR UN ENVIRONNEMENT PROPICE À LA PROSPÉRITÉ : FACILITER LA CROISSANCE DES PETITES ET DES MOYENNES ENTREPRISES CANADIENNES

> *« Aux États-Unis, quand on veut encourager, on cherche à encourager la croissance des entreprises, par exemple en encourageant les émissions initiales. Au Canada, quand on cherche à encourager les entreprises, on semble les encourager surtout à rester modestes. » (J. Mintz, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 52)*

I. Introduction

Le financement des petites et moyennes entreprises est devenu une importante question de politique gouvernementale au Canada dans les années 90. Au vu des données de Statistique Canada montrant un déclin du financement accordé par les banques au secteur des petites entreprises, ainsi que des nombreuses plaintes de ces dernières, il a semblé que l'accès au capital avait nettement reculé après la récession du début de la décennie.

Le Comité, parmi d'autres, a constaté que l'endettement n'est qu'un des volets du financement des petites entreprises. En réalité, l'importance exagérée accordée au financement par emprunt masquait le fait qu'une bonne partie des difficultés de financement des petites entreprises découlaient d'un manque de capitaux propres. Si les banques refusaient de les financer, c'est en partie parce qu'elles ne jugeaient pas leurs demandes recevables, autrement dit, parce que les capitaux propres dont les bilans des entreprises faisaient état n'étaient pas suffisants pour les convaincre de leur octroyer de l'argent frais.

La Fédération canadienne de l'entreprise indépendante a souligné cette réalité « La dette bancaire forme une partie de l'équation, mais les capitaux propres forment l'autre. Nous avons tendance à concentrer notre attention sur la dette bancaire, mais si l'on ne tient pas compte des capitaux propres, on se concentrera toujours sur le capital bancaire. Je crois que si nous voulons développer des entreprises dans ce pays au rythme souhaité, nous devons réaliser qu'il faut examiner l'apport de capitaux propres pour le marché des PME [petites et moyennes entreprises], et amener de nouveaux outils à ce secteur. » (*B. Gray, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.*)

C'est précisément ce que le Comité se propose de faire dans ce rapport. Nous souhaitons attirer l'attention non plus sur le financement par emprunt, mais plutôt sur le financement par actions. On constate en fait que l'emprunt est, pour les PME, une méthode de financement

courante dont le marché est bien développé et très actif. Par contre, le marché du financement par actions d'entreprises qui démarrent est beaucoup moins développé. Pourquoi est-ce le cas et que peut-on y faire? Le Comité espère que ce rapport contribuera à apporter certaines réponses.

Les obstacles au financement par actions des PME prennent diverses formes. Certains sont dus à la nature du marché. Il existe une asymétrie au niveau de l'information dont disposent les entrepreneurs et les financiers. D'un côté, le financement par actions présente un risque élevé du point de vue des investisseurs. D'un autre côté, le fait que les entrepreneurs ne comprennent pas bien comment fonctionne le financement les conduit à avoir des attentes irréalistes au sujet de la valeur de leur entreprise, si bien qu'ils viennent à penser que le financement par actions est trop onéreux. Étant donné que les entrepreneurs souhaitent aussi tout naturellement conserver la propriété et le contrôle de leur entreprise, il est souvent difficile pour les pourvoyeurs de fonds et les demandeurs de fonds de s'entendre.

Mais les obstacles au financement par actions ne sont pas uniquement attribuables aux caractéristiques du marché et de ses participants. Les gouvernements, tant fédéral que provinciaux, sont eux-mêmes responsables en la matière, en élevant des barrières qui peuvent être de nature fiscale ou réglementaire.

Dans le texte qui suit, on explore de façon plus approfondie la croissance des petites entreprises, à la section II. Dans la section III, on examine les aspects du marché financier qui concernent les investissements dans le capital-actions d'entreprises jeunes ou qui démarrent. La section IV se concentre sur les obstacles réglementaires qui empêchent les petites entreprises d'obtenir un financement par actions. La section V traite de l'imposition du revenu d'investissement et de ses effets sur le comportement des investisseurs. Enfin, la section VI porte sur des questions qui concernent les entrepreneurs, comme la culture, l'éducation et les compétences.

II. Piètre performance des petites entreprises

Les petites et moyennes entreprises (PME) constituent une partie importante de l'économie canadienne. Elles fournissent 50 % de l'emploi dans le secteur privé et près de 43 % du produit intérieur brut[1]. « Soixante dix-huit pour cent de toutes les entreprises canadiennes comptent cinq employés ou moins. Environ 94 % des entreprises ont 20 employés ou moins, tandis que 97 % en comptent 50 ou moins. » (*Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.*) Depuis les années 80, le secteur des petites entreprises a créé 87 % des nouveaux emplois au Canada[2].

Le Canada compte un très grand nombre d'entrepreneurs. En fait, selon une étude de Statistique Canada de 1999, l'emploi autonome représentait environ 80 % des gains d'emploi nets au Canada (mais seulement 1 % aux États-Unis) entre 1989 et 1997. Environ 40 % de ces nouveaux emplois concernaient les industries de service où le taux de rémunération est plus élevé[3].

Même si l'importance des PME dans l'économie est bien connue, le Comité a estimé que l'on n'avait pas porté suffisamment attention à la croissance des petites entreprises au Canada en particulier, ni à l'incidence de ce facteur sur le niveau de prospérité en général.

Selon M. Jack Mintz, président de l'Institut C.D. Howe, plusieurs études montrent que les entrepreneurs canadiens ont créé de nombreuses entreprises dans les années 80 et 90, mais que, dans les années qui ont suivi leur création, elles ont connu une faible croissance. M. Mintz a déclaré au Comité que l'une de ses principales préoccupations vient du fait que le système canadien offre des incitatifs intéressants pour la création des petites entreprises mais qu'il n'appuie pas la croissance des PME.

> *Par exemple, … parmi les entreprises qui comptaient moins de cinq employés en 1985, 1,1 % seulement ont affiché une croissance leur ayant permis de compter plus de 20 employés huit ans plus tard, [en 1993] … Par ailleurs, dans le cas des compagnies qui comptaient de 5 à 19,9 employés en 1985, 12 % avaient atteint le chiffre de 20 employés ou plus … Plusieurs études l'ont corroboré. (J. Mintz, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 52.)*

Ainsi, les PME canadiennes semblent croître assez lentement, surtout dans le secteur de la haute technologie, qui constitue la nouvelle économie. Or, ce sont les nouvelles entreprises, surtout celles de la nouvelle économie, qui ont le plus de chances de stimuler la croissance. Le financement par actions est la meilleure solution pour elles. M. Vernon Lobo, directeur exécutif de Mosaic Venture Partners, a déclaré au Comité :

---

[1] Le Conference Board du Canada, « What's New in Debt Financing for Small and Medium-Sized Enterprises », 1997, p. 2.

[2] Ibid.

[3] Garnett Picot et Marilyn E. Manser, « Self-employment in Canada and in the United States », *Perspectives on Labour and Income*, automne 1999, p. 37-44.

Aux États-Unis, la nouvelle économie a créé plus de 25 fois plus de richesse économique qu'au Canada. Si nous excluons les plus grandes entreprises dans chaque pays, le ratio passe à 48 fois. Il s'agit de dollars nominaux; si nous devions le transformer en dollars équivalents, ce serait de l'ordre de 75 fois. (*V. Lobo, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.*)

Il est donc essentiel d'améliorer l'accès au financement extérieur pour que le taux de croissance des PME au Canada grimpe. Les petites entreprises ne bénéficient pas de la même souplesse financière que les grandes. Elles présentent des risques plus élevés pour les créanciers traditionnels. Cela est particulièrement vrai pour les industries du savoir où les nouvelles entreprises sont essentiellement le produit d'idées novatrices et de capital humain, car les sources traditionnelles de financement par emprunt sont mal équipées pour financer ce genre d'entreprises si elles ne possèdent pas suffisamment de capitaux propres ou de machines qui peuvent être utilisés comme garantie. Mais qu'il s'agisse de sociétés de la nouvelle économie ou de l'ancienne, de nombreuses petites entreprises ne peuvent simplement pas avoir recours aux banques en raison de leur bilan. En bref, elles n'ont pas assez de capitaux propres.

La principale source de financement pour toutes ces activités [petites entreprises] est constituée des capitaux propres. Mais les investissements dans le savoir, comme la R et D et l'acquisition de technologie, sont plus souvent financés par les capitaux propres que les actifs physiques. Les investissements dans les actifs physiques, comme les machines, l'équipement, les terres et les bâtiments, qui présentent normalement un risque moins élevé, sont plus souvent financés par un emprunt à long terme que les investissements dans le savoir. Par conséquent, les entreprises doivent posséder un montant élevé de capitaux propres pour investir dans le savoir.

L'importance des capitaux propres pour le financement des activités du savoir apparait également dans les différentes structures financières parmi les industries. Les entreprises qui œuvrent dans des industries dynamiques à haute teneur en savoir (industries où des dépenses en R et D, l'utilisation de la technologie et de travailleurs compétents sont élevées), utilisent relativement plus de capital propre. Par contre, les entreprises des industries à faible savoir dépendent beaucoup plus largement du financement par actions[4].

L'importance des capitaux propres pour les entreprises de la nouvelle économie n'a rien de surprenant. Alors que les actifs physiques peuvent servir à cautionner le financement par emprunt, les biens incorporels sont moins adaptés à ce type de financement. Compte tenu de l'évolution de l'économie canadienne, l'accès aux capitaux propres revêt une importance accrue. M. Gordon Thiessen, prédécesseur de M. David Dodge au poste de gouverneur de la Banque du Canada, a récemment déclaré que des changements technologiques considérables étaient en train de se produire dans le monde. C'est certainement le cas au Canada, et de façon très marquée. Pour les entreprises de la nouvelle économie, l'utilisation du savoir et de la technologie est une

---

[4] J. Johnson, J. R. Baldwin et C. Hinchey (1997), « Les jeunes entreprises montantes : se donner les moyens de survivre et de croitre », nº 61-524 au catalogue, Statistique Canada, Ottawa.

partie importante du processus de production. C'est la raison pour laquelle le financement par actions est essentiel au développement de la nouvelle économie au Canada.

Le Canada s'en tire plutôt bien dans le contexte de la nouvelle économie par rapport à d'autres pays, mais il reste encore beaucoup à faire, en particulier dans le secteur de la haute technologie. M. Denzil Doyle, président de Capital Alliance Ventures Inc., a déclaré au Comité :

> *[Selon] un document qu'Industrie Canada a consacré en 1995 exclusivement à l'industrie de l'information et de la technologie des communications, dans ce secteur, nos exportations se chiffraient à 19,5 milliards de dollars, ce qui représente une augmentation d'environ 7,5 % par rapport à l'année précédente … Les importations, en revanche, étaient de 35,6 milliards de dollars, soit une augmentation de 16,7 %.. … Si l'on remonte à 1972 … on s'aperçoit que le Canada servait environ 4 % de la demande du marché dans le secteur des produits de la haute technologie. … De nos jours, sa part est de moins de 1,5 %. Par conséquent, notre part du marché de la nouvelle économie est en train de diminuer. … Notre pays n'est pas un acteur important de la nouvelle économie. (D. Doyle, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)*

Il semble cependant que le financement des petites sociétés de haute technologie se dirige dans la bonne direction. Mme Mary Macdonald, présidente de Macdonald & Associates Limited, a dit au Comité qu'on avait observé ces dernières années un intérêt nouveau et marqué des sociétés d'investissement de capital de risque pour le secteur de la haute technologie.

> *…nous avons incontestablement assisté à une transition au cours des cinq dernières années et le secteur du capital risque finance maintenant un grand nombre d'entreprises novatrices. Vous pouvez constater que les deux tiers des sommes investies vont dans ce qu'on appelle les sociétés de TI, c'est-à-dire les entreprises de technologies de l'information qui vont des réseaux de communication aux logiciels en passant par l'électronique et les semi-conducteurs. Il s'agit donc d'une cible très diversifiée.*
>
> *Si nous effectuions une analyse de ce secteur à l'échelle nationale, nous constaterions que celui-ci a acquis une très forte capacité au cours des cinq dernières années, surtout du côté des prêteurs et des emprunteurs de capital de risque. Dans le secteur de la biotechnologie, la situation est également très solide. (M. Macdonald, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 25.)*

Le niveau de vie des Canadiens dépend énormément de la capacité des entreprises canadiennes de croître à un rythme qui est au moins égal à la performance des producteurs étrangers. Les industries qui connaissent la croissance la plus rapide dans le monde sont les industries du savoir de la nouvelle économie. Comme M. Roderick Bryden, président-directeur général de World Heart Corporation, l'a indiqué au Comité, le Canada doit le reconnaître et faire en sorte de ne pas être seulement un grand consommateur, mais aussi un grand producteur de ce type de services. Si le Canada continue de laisser décliner sa part du marché dans ces secteurs à forte croissance, le niveau de vie des Canadiens en souffrira. C'est ce qui s'est produit dans les années 90.

... Je crois que si nous voulons développer des entreprises dans ce pays au rythme souhaité, nous devons réaliser qu'il faut examiner l'apport de capitaux propres pour le marché des PME, et amener de nouveaux outils à ce secteur. (B. Gray, *Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.*)

Pourquoi est-ce si important que les PME aient accès au capital? Essentiellement, il s'agit d'aider les petites entreprises à croitre et à créer des emplois. Mais surtout, les PME sont une source importante d'innovations commerciales. Dans le monde entier, elles sont le meilleur véhicule de transformation de la recherche fondamentale en recherche appliquée et développement (R et D), un processus dont le résultat final est un produit commercial. La structure organisationnelle des grandes sociétés rend plus difficiles l'entrepreneurship et une recherche appliquée souple, orientée sur de nouveaux produits. Selon un article du *Harvard Business Review* :

[les grandes sociétés] investissent normalement dans leur propre marché et y protègent leur position. Elles tendent à financer seulement les idées dont s'inspirent leurs stratégies, ce qui crée un réservoir de talents et d'idées nouvelles, porteur de nouvelles entreprises[5].

L'innovation qui émane des petites entreprises rejaillit sur le reste de l'économie et permet d'enregistrer des gains de productivité. L'industrie américaine du capital de risque est enviée par le monde entier, car c'est un moteur puissant de croissance économique et d'innovation.

Le Comité souhaite traiter dans la présente étude du meilleur moyen d'améliorer le potentiel de croissance du Canada. Le financement par capitaux propres est vraisemblablement l'outil de financement le plus susceptible de donner les résultats recherchés à cet égard dans la nouvelle économie.

---

[5] Bob Zider, « How Venture Capital Works », *Harvard Business Review*, novembre-décembre 1998, p. 138.

III. Questions liées au marché financier

On abordera ci-dessous quatre questions importantes relativement aux marchés financiers : le financement du démarrage des entreprises, les fonds parrainés par les travailleurs, l'investissement institutionnel et étranger, et l'échelle et la liquidité des bourses, en mettant l'accent sur les voies de sortie des investissements.

A. Le financement du démarrage des entreprises

> *« Faciliter le démarrage et l'expansion des PME est un des principaux objectifs de la politique économique canadienne, car les petites entreprises sont le moteur de la croissance économique. »* (J. Oliver, *Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 46*)

En général, les petites entreprises qui démarrent ou qui en sont aux premiers stades de leur expansion ne possèdent pas les garanties (capitaux propres, terrains ou actifs physiques) qu'exigent les banques traditionnelles pour financer leurs activités et leur croissance. Ces entreprises dépendent presque exclusivement de deux sources de financement : le financement privé extérieur et les gains non répartis. Mais les très jeunes compagnies ont généralement peu de revenus et encore moins de bénéfices. Le financement extérieur est donc essentiel.

Les capitaux propres privés proviennent de sources formelles et informelles. Les toutes premières étapes tendent à être financées de façon informelle par la famille et les amis (l'argent de l'affection) ou par des investisseurs avertis (investisseurs providentiels aussi appelés anges) qui sont souvent eux-mêmes propriétaires d'entreprises locales. Ces anges investisseurs apportent autre chose que leur argent. Ils ont aussi à offrir leur expérience, leurs conseils, leurs contacts et leur connaissance de l'encadrement d'une entreprise. Le financement à ces stades précoces concerne souvent de petits montants.

Les sommes plus importantes proviennent traditionnellement des fonds de capital de risque constitués par la mise en commun de capitaux privés ou publics destinés à être investis dans des entreprises en échange d'une participation. Dans la mesure où ces investisseurs interviennent aux premiers stades de la vie de l'entreprise, ils s'attendent à bénéficier d'un rendement élevé. Selon Riding et Orser, des rendements équivalant à un taux annuel composé de 30 à 40 % sur des placements de trois à sept ans, voire plus, ne sont pas rares[6]. Contrairement aux investisseurs informels, les fonds de capital de risque ont tendance à se concentrer sur de gros investissements, normalement de plus de 1 million de dollars. Malgré une certaine amélioration,

---

[6] Allan L. Riding et Barbara J. Orser, *Beyond the Banks: Creative Financing for Canadian Entrepreneurs*, John Wiley & Son Canada, Ltd., 1997, p. 17.

le marché du financement du démarrage et des premiers stades de la vie d'une entreprise semble encore largement sous-développé au Canada.

> *Bien qu'il existe actuellement plus de sociétés d'investissement et de capitaux que jamais, il demeure qu'il est beaucoup plus difficile pour une entreprise canadienne qui démarre ou qui est à ses débuts d'attirer les capitaux propres dont elle a besoin que ce ne l'est pour un concurrent américain. (B. Laver, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)*

Le financement de démarrage est essentiel pour les entrepreneurs. Il sert lors de la phase de R et D au cours de laquelle les produits potentiels sont développés et testés sur leur marché éventuel. Il s'agit d'une étape d'investissement à risque. Les sources d'argent de l'affection sont rarement suffisantes pour établir les bases de l'entreprise et élaborer un plan d'affaires solide. Une fois que ces capitaux sont épuisés, les entrepreneurs recherchent des investisseurs plus officiels.

Traditionnellement, les fonds de capital de risque investissent à une étape ultérieure du cycle du produit. Cependant, ces dernières années, plusieurs fonds de capitaux de démarrage ont été établis, et la participation de ces fonds au financement des entreprises naissantes est passée d'environ 30 % des nouveaux investissements à environ 60 %. Une entreprise qui démarre n'a pas encore de production commerciale, mais est prête à commercialiser et à vendre son produit. Cette phase intervient après la conclusion d'un accord d'investissement de capitaux d'amorçage (probablement avec des investisseurs informels) quand l'entreprise n'avait pas encore d'équipe de direction, qu'elle en était encore au stade de la R et D et n'avait pas encore fait d'essai pilote de son produit. Cette étape précoce de développement est cruciale pour le succès de l'entreprise et pour le niveau de qualité que les investisseurs de capital de risque recherchent dans une jeune entreprise.

Selon le professeur Allan Riding, de l'Université Carleton, les investisseurs providentiels sont la plus importante source de capital de risque disponible au premier stade de la vie d'une entreprise au Canada. Ce sont des gens qui disposent d'un avoir propre important et qui investissent leur capital personnel dans des entreprises qu'ils ne possèdent pas. Les sommes investies oscillent en général entre 10 000 et 500 000 $, bien que le Comité ait appris que certains anges avaient investi jusqu'à 4 ou 5 millions de dollars. L'investissement moyen est d'environ 100 000 $.

Leur profil est différent de celui des organismes de capital de risque traditionnels. « Environ 60 % des investissements effectués par des anges surviennent avant que le produit de l'entreprise ne soit commercialisé » (*A. Riding, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 47.*) Pour les anges, ces investissements sont secondaires. « Ils ont une expérience du milieu des affaires. De nombreux anges sont des gens qui ont réussi à monter une entreprise dans le passé. » (*A. Riding, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 47.*) Ils investissent dans les secteurs et dans les entreprises qu'ils connaissent déjà. Par conséquent, en plus du financement initial, ils donnent des conseils et apportent un soutien en gestion. De plus, comme ils proviennent d'une grande diversité d'industries, leur soutien financier est essentiel aux industries qui n'ont pas actuellement la faveur des investisseurs de capital de risque.

Les anges aiment rester anonymes. Aucune liste d'anges n'est rendue publique, et il n'existe pas de marché. « Ils ont tendance à se regrouper, habituellement entre eux. Les réseaux

sont locaux et personnels; ils fonctionnent par le bouche à oreille, sur recommandation. » (*A. Riding, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 47.*) Par conséquent, il est souvent difficile de jumeler les anges avec les entrepreneurs. Le professeur Riding a insisté sur la nécessité de mobiliser l'argent des anges dans le cadre de services de liaison. Il a recommandé la coordination des services qui existent déjà, comme le Plan d'investissement communautaire canadien (PICC), commandité par Industrie Canada.

Les études effectuées par le professeur Riding lui ont permis de conclure que le marché des investisseurs providentiels au Canada est d'environ 1 milliard de dollars, mais que ce chiffre pourrait aller jusqu'à 10 à 20 milliards de dollars. Mais si les anges représentent une source essentielle de financement au tout début de la vie d'une entreprise, ils se heurtent à un certain nombre d'obstacles et de mesures dissuasives. Durant les audiences, on a par exemple longuement parlé du fait que les règlements sur les valeurs mobilières en vigueur dans plusieurs provinces compliquent la tâche des anges désireux d'investir légalement dans des petites entreprises, problème qui a cependant été réglé dans une certaine mesure depuis. Selon M. Joseph Oliver, président-directeur général de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, bon nombre de PME et d'entrepreneurs « n'ont pas de ressources financières et humaines suffisantes pour se soumettre à une réglementation complexe ». Comme l'a dit M. Jacques Sayegh, président-directeur général de La Corporation Placements Banque Royale (CPBR) :

> *... Il faut absolument éliminer les obstacles de ces administrations multiples, les obstacles qu'imposent les provinces à l'inscription en bourse et à l'obtention de capital. Il semble que chaque province ait ses propres règles pour les valeurs mobilières. Les exemptions et coûts juridiques exigés d'une petite entreprise pour réunir un petit capital, qu'il provienne des anges, des groupes de capital de risque traditionnels ou de nous-mêmes sont très complexes. (J. Sayegh, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)*

Cependant, une bonne partie des problèmes soulevés lors des premières audiences du Comité, ont été réglés depuis par les autorités provinciales concernées. Par exemple, une des règles provinciales les plus critiquées par les témoins entendus concerne le seuil d'investissement minimal[7]. En vertu de l'exemption sur les placements privés, les petits émetteurs peuvent vendre

---

[7] Les exigences relatives à l'achat minimal ont été établies par les commissions des valeurs mobilières pour protéger les investisseurs « non avertis » qui, sans les conseils d'un courtier en valeurs inscrit, ne sont pas en mesure d'évaluer correctement les risques associés à certains investissements. Comme M. Oliver l'a fait remarquer, la taille de l'investissement ne reflète généralement pas la compétence de l'investisseur. La richesse peut provenir de diverses sources, comme un héritage. Le fait d'avoir 150 000 $ à investir dans une entreprise ne garantit pas nécessairement que l'on est un investisseur averti – c'est-à-dire que l'on connait suffisamment bien le milieu des affaires ou que l'on a recherché des conseils appropriés pour évaluer convenablement les risques associés à l'investissement.

Selon M. Oliver, « les seuils d'achat minimal sont généralement considérés comme un mauvais système qui restreint indûment l'accès des petites entreprises aux capitaux » (Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 46.) Certains investisseurs éclairés, comme les anges, préfèrent des placements plus modestes, car ils aiment diversifier les risques. (Il faut se rappeler que les investissements initiaux sont très risqués.) Deuxièmement, M. Gordon Sharwood (président de Sharwood and Company) a déclaré au Comité que bon nombre des nouvelles entreprises technologiques n'ont besoin que de petits montants, entre 20 000 et 40 000 $, pour commencer. Mais cela était illégal selon les règles de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, qui exigeaient un investissement minimum de 150 000 $! Par conséquent, les règles ne correspondaient plus aux besoins de l'économie.

des capitaux propres à des investisseurs privés et des sociétés de capital de risque. Il existe cependant un seuil d'investissement minimal, censé limiter ces offres aux investisseurs « avertis », qui définit ce qu'est un placement légal. Le seuil n'est pas le même dans toutes les provinces et varie entre 97 000 et 150 000 dollars.

Le Comité a tenu ses audiences à ce sujet en 1999. En novembre 2001, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a adopté une proposition fondée sur des recommandations que contenait le rapport de son groupe de travail. On a ainsi créé deux nouvelles exemptions en remplacement de celles touchant les émissions à diffusion restreinte, notamment l'exemption de 150 000 $.

- L'exonération pour les investisseurs accrédités : les émetteurs peuvent ainsi obtenir des fonds à leur gré auprès d'un investisseur accrédité. Ce dernier doit répondre à certains critères, notamment justifier d'une valeur nette, seul ou avec son conjoint, supérieure à 1 million de dollars ou d'un revenu annuel net de plus de 200 000 $ (ou de 300 000 $ si l'on y ajoute le revenu du conjoint) ou être apparenté à un cadre, un directeur ou un fondateur de l'entreprise émettrice.
- L'exonération pour les sociétés émettrices à peu d'actionnaires : les petits émetteurs peuvent ainsi lever jusqu'à 3 millions de dollars, par des opérations de n'importe quel montant, auprès d'un maximum de 35 investisseurs autres que des membres de leur famille, des investisseurs accrédités et des employés, à condition qu'un document d'information soit diffusé auprès des acheteurs au moins 4 jours avant la transaction.

Ces nouvelles exemptions vont grandement faciliter la vente d'actions à des investisseurs privés, comme des anges et des personnes apparentées aux entrepreneurs. Par conséquent, les nouvelles règles de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario répondent à un grand nombre des préoccupations (au sujet de la situation en Ontario) que divers témoins avaient exprimées devant le Comité. Les commissions des valeurs mobilières de l'Alberta et de la Colombie-Britannique ont publié récemment un document de consultation contenant des propositions modelées sur les nouvelles règles de l'Ontario.

Outre les barrières juridiques à l'investissement, les anges sont également confrontés à des obstacles fiscaux. L'élément le plus dissuasif est l'impôt sur les gains en capital. M. John Cranston, président de la Alberta Capital Market Foundation, a déclaré au Comité que « [l]es millionnaires sont les bailleurs de fonds qui financent les entreprises, qui lancent les entreprises, qui créent des emplois » (*J. Cranston, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.*) Pour la plupart, ces anges possèdent des avoirs sous forme de capitaux propres. Pour investir dans un nouveau projet, ils doivent vendre une partie de leur actif et payer de l'impôt sur leurs gains en capital, même si le produit de cette vente n'est jamais consommé – il s'agit simplement de déplacer la richesse d'un actif à un autre. Dans l'*Énoncé économique et la mise à jour budgétaire* d'octobre 2000, le ministre fédéral des Finances a annoncé une nette réduction de l'imposition des gains en capital, ramenant le taux d'inclusion des gains de 67 % à 50 % (il avait déjà été ramené de 75 à 67 % au moment du budget de février 2000) et une augmentant sensiblement

l'étendue des mesures de roulement des gains en capital réalisés sur les actions des petites entreprises. L'imposition des gains en capital est abordée de façon plus détaillée à la section V, mais il y a lieu de signaler ici que le Comité estime que son importance au Canada demeure un obstacle considérable à la mobilisation du capital à l'intention des petites entreprises, en particulier au niveau des anges.

> *Si l'on examine la gamme des investissements, on s'aperçoit qu'à une extrémité, tout est mort et bien mort, et qu'à l'autre extrémité, la situation est surchauffée. La première extrémité est inerte parce que les anges ont été chassés par l'imposition canadienne totalement scandaleuse des gains en capital. (D. Doyle, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)*

Le secteur du capital de risque a connu un essor phénoménal au Canada au cours des trois dernières années. Au début de l'année 2001, le montant de capital de risque administré au Canada était passé à 18,8 milliards de dollars, en hausse de 50 % par rapport aux 12,5 milliards de dollars de l'année précédente et de 88 % par rapport aux 10 milliards de dollars administrés deux ans auparavant. Le marché officiel du capital de risque au Canada tend à se concentrer sur des investissements supérieurs à 1 million de dollars.

> *Les volumes de capital de risque sont actuellement à la hausse au Canada, certains pouvant atteindre 700 millions ou 800 millions de dollars. Une société d'investissement en capital de risque disposant de 800 millions de dollars ne serait pas intéressée par une jeune équipe d'entrepreneurs de l'université Carleton, par exemple, qui aurait besoin d'un investissement de 200 000 $, tout simplement parce que la société doit investir ses fonds par tranche de deux ou trois millions de dollars. (D. Doyle, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)*

Il importe de noter que, en privilégiant les placements de petite taille ou de taille moyenne, les sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT) contribuent de façon disproportionnée au financement d'entreprises qui démarrent et qui n'auraient sans doute pas intéressé les investisseurs de capital de risque traditionnels. C'est ce qu'ont fait ressortir l'*Association of Labour Sponsored Investment Funds* et divers porte-parole de ces types de fonds.

> *En 2000, les fonds de capital de risque de travailleurs [de l'Ontario] ont été à l'origine de [...] 50 % des investissements de moins d'un million de dollars. Dans la tranche la plus difficile, celle de moins de 500 000 $, ils ont joué un rôle vraiment crucial, fournissant 55 % des sommes investies*[8].

Les fonds de capital de risque investissent normalement à l'étape de l'expansion de l'entreprise. Mais le Comité a appris qu'il n'existait pas suffisamment d'entreprises prometteuses, bien gérées et qui aient fait leurs preuves, à financer à l'étape de l'expansion. De leur côté, les investisseurs providentiels et les fonds de capital de risque de démarrage sont loin d'opérer à plein régime. C'est ainsi que, selon M. Denzil Doyle, trop peu d'entreprises embryonnaires sont

[8] Association of Labour sponsored Investment Funds (ALSIF), mémoire au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, 21 novembre 2001, p. 7.

financées. Cela ne laisse que trop peu de possibilités ultérieures pour les investisseurs en capital de risque et crée une concurrence excessive entre les sociétés de capital de risque.

Le Comité recommande :

Que le taux d'inclusion des gains en capital, qui a été ramené à 50 % dans l'*Énoncé économique et la mise à jour budgétaire* d'octobre 2000 du ministre des Finances soit encore réduit.

Que le gouvernement fédéral entreprenne des activités visant à mieux coordonner ses services de jumelage, comme le Plan d'investissement communautaire du Canada piloté par Industrie Canada, de sorte que les investisseurs soient jumelés avec des entrepreneurs ayant besoin de financement.

Que le gouvernement fédéral convoque une réunion avec des organismes provinciaux de réglementation du secteur des valeurs mobilières pour que les exigences en matière d'achat minimal et les obstacles fiscaux ne découragent pas indûment l'investissement.

B. Le cas particulier des fonds de travailleurs

Le marché du capital de risque est un maillon important de la chaîne financière pour les petites entreprises, car c'est une des toutes premières sources de capital organisées auxquelles les entrepreneurs peuvent avoir accès. Le marché du capital de risque a considérablement évolué au Canada depuis dix ans, en raison surtout des incitatifs fiscaux destinés à favoriser la croissance des sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT.) Alors que le marché du capital de risque était pratiquement inexistant il y a dix ans, il valait plus de 12 milliards de dollars en 1999, les SCRT administrant un peu plus de la moitié de cette somme. Selon Macdonald and Associates Limited, le marché du capital de risque totalisait près de 19 milliards de dollars au début de 2001, mais la part des SCRT était plus proche de 40 %. Selon M. Ron Begg, président du Fonds de relance canadien inc, les SCRT ont investi 80 % de l'ensemble du nouveau capital de risque en 1995-1996. Les SCRT avaient manifestement été la plus importante source de capital de risque ces dernières années, et ce n'est que depuis trois ans que le montant des investissements privés s'est mis à augmenter.

Si les investisseurs de capital de risque plaçaient de 200 à 300 millions de dollars par an au début des années 90, on parle maintenant de milliards de dollars. En 2000, par exemple, c'est 6,3 milliards de dollars qui ont ainsi été investis. Durant les neuf premiers mois de 2001, les décaissements ont été inférieurs de 15 % seulement à ceux de l'année précédente, contrairement à ce que l'on a observé aux États-Unis où les investissements de capital de risque ont diminué de près des deux tiers.

Le marché du capital de risque du Canada a beaucoup changé, mais il possède par ailleurs un caractère tout à fait particulier qui présente ses propres difficultés et possibilités.

Aux États-Unis, les fonds de capital de risque sont le plus souvent financés par des institutions et des particuliers patients, ayant des horizons à très long terme, et dont l'expérience leur permet de surveiller un peu le fonctionnement de ce secteur. Alors que les fonds de pension constituent 60 % du nouveau capital de risque aux États-Unis, cette source de capital ne représente que 6 % du marché au Canada. Et, tandis que près de 90 % des capitaux de risque américains sont gérés par des fonds privés indépendants, ce n'est le cas que pour un cinquième ici.

Au Canada, quiconque a une somme de 500 $ ou 50 $ par mois à investir (on est loin de l'investisseur de capital de risque typique) peut devenir un financier de capital de risque. En fait, sans ces investisseurs, le stock de capital de risque au Canada serait la moitié de ce qu'il est aujourd'hui. Et sans le crédit d'impôt[9] offert par le gouvernement fédéral et la plupart des gouvernements provinciaux, « …les fonds parrainés par les travailleurs n'auraient pas mobilisé le capital recueilli » (*R. Begg, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 47.*)

---

[9] Au départ, le gouvernement fédéral avait offert un crédit d'impôt de 20 % sur les investissements allant jusqu'à 5 000 $. Ce montant a été ensuite réduit à 15 % des investissements jusqu'à 3 500 $ et plus tard rajusté à 15 % des investissements allant jusqu'à 5 000 $. La plupart des provinces offrent des crédits semblables à des conditions similaires.

Cependant, un tel nombre d'investisseur n'est pas sans présenter des problèmes. M. Denzil Doyle, gestionnaire d'une SCRT à Ottawa, a décrit une des difficultés que pose le modèle canadien .

> *Il me semble que ce n'est pas pratique. Par exemple, j'ai 11 000 actionnaires; chaque fois que je communique avec eux, cela me coûte 20 000 $. (D. Doyle, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)*

Ce n'est pas là la seule difficulté. Pour commencer, comme le professeur Jeffrey MacIntosh de l'Université de Toronto l'a souligné, on constate une discordance entre les types d'investisseurs et le risque que présentent les placements. En effet, des personnes dont la fortune est relativement modeste et qui possèdent de petits portefeuilles investissent une partie de leur fonds de retraite dans des valeurs très risquées.

Deuxièmement, les SCRT mobilisent leur capital sur le marché de détail et, à l'exception du Fonds de solidarité du Québec, sont aussi liquides que tout autre fonds commun de placement, bien que les investisseurs doivent conserver leurs fonds pendant un temps minimum pour bénéficier du crédit d'impôt. Par conséquent, ces SCRT doivent conserver une grande partie de leurs actifs en liquidités pour pouvoir couvrir les retraits. Même si ce degré de liquidité est conforme aux règles des gouvernements fédéral et provinciaux sur les incitatifs fiscaux, il n'est pas nécessaire pour les formes plus traditionnelles de fonds de capital de risque. C'est ainsi que les SCRT doivent mobiliser plus de capital qu'elles ne peuvent en mettre à la disposition des petites entreprises et plus que les autres investisseurs de capital de risque.

De plus, comme les fonds de travailleurs dépendent largement des incitatifs fiscaux directs pour mobiliser le capital, la stabilité de l'industrie est liée à ces incitatifs. Les gouvernements ont tout intérêt à ce que les incitatifs fiscaux fonctionnent. Mais les mesures budgétaires fédérales et provinciales de 1996, qui ont réduit les incitatifs favorables aux investissements dans les SCRT, ont eu un effet négatif important sur la capacité de ces fonds de mobiliser du capital, et le gouvernement a dû réviser à nouveau ses plans. Selon M. Ron Begg, « la continuité et la stabilité de ce programme sont importantes, non seulement pour que les entrepreneurs disposent d'une source continue de capital de risque à laquelle ils peuvent se fier, mais également afin que vous puissiez avoir dans l'industrie l'infrastructure nécessaire pour desservir ces petites et moyennes entreprises. Le capital de risque consiste à ajouter de la valeur, pas simplement à fournir du capital. » (R. *Begg, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 47.*)

Enfin, il est intéressant de considérer les origines des SCRT et le fondement de la politique en vertu de laquelle des crédits fiscaux leur ont été consentis. Le concept est né avec le Fonds de solidarité du Québec dont « ... le mandat très clair [est] de créer et de conserver des emplois et de fournir aux investisseurs un taux de rendement raisonnable, ce qui n'est pas nécessairement la mission des autres fonds de travailleurs ou des fonds de capital de risque. Leur mandat est de maximiser le TRI [taux de rendement interne], de sorte à assurer un taux de rendement raisonnable et investir dans une infrastructure qui n'est pas uniquement axée sur le taux de rendement. » (*M. Macdonald, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.*)

Les SCRT apportent par ailleurs au secteur du capital de risque une dimension régionale qui en serait autrement absente. Les gouvernements provinciaux établissent des conditions

donnant droit à un crédit d'impôt. Certaines provinces (la Colombie-Britannique, par exemple) fixent des conditions plus strictes que les autres relativement aux décaissements, tandis que d'autres (par exemple l'Ontario) exigent qu'une plus forte proportion des fonds soient investis dans des entreprises qui démarrent ou des petites entreprises. Au Manitoba, par exemple, le fonds est structuré de telle manière que les propriétaires peuvent récupérer leur investissement sans compromettre les emplois locaux. D'ailleurs, le Crocus Fund du Manitoba est à l'origine des deux tiers environ du capital de risque de cette province. Les SCRT à charte provinciale offrent du capital de risque local même quand la masse critique n'est pas encore atteinte.

En général, les placements des SCRT sont moins élevés que ceux des autres types d'investisseurs de capital de risque, et comblent de ce fait un besoin sur le marché. Les placements des sociétés qui n'appartiennent pas à l'Association of Labour Sponsored Investment Funds s'établissent en moyenne à 8,4 millions de dollars, tandis que le montant moyen de ceux des sociétés membres de l'Association se chiffre à 1,6 million de dollars.

En bref, les fonds de capital de risque de travailleurs reposaient au départ sur des objectifs autant sociaux qu'économiques, mais ils sont maintenant utilisés dans la plus grande partie du pays comme un simple véhicule de capital de risque. Ils ont contribué à la maturité du marché du capital de risque, un stade qui n'était pas encore atteint il y a une décennie. Selon le professeur MacIntosh, « [i]l se peut que le véhicule des fonds de travailleurs soit efficace au niveau du résultat net, en ce qu'il a amené beaucoup de nouveaux fonds dans les PME et dans les PME technologiques en particulier.. Les PME technologiques sont extrêmement importantes pour l'économie. Au niveau du résultat net, le bénéfice peut être fortement positif. » (*Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.*)

Compte tenu de la position dominante des SCRT sur le marché du capital de risque, le retrait de l'appui du gouvernement pourrait déstabiliser l'industrie. Il n'en reste pas moins évident que le Canada ne peut pas dépendre uniquement de cette façon de fournir du capital de risque à la nouvelle économie. Ces dernières années, d'autres intervenants, comme des fonds privés indépendants et des fonds de sociétés sont très actifs et mobilisent de fortes sommes : le total des capitaux frais investis par chacun de ces types de fonds équivaut au total des investissements des SCRT. D'après Mme Mary Macdonald, les fonds de travailleurs ont pris un essor considérable du début jusqu'au milieu des années 90, à une époque où les capitaux étaient si rares que les autres types de fonds avaient beaucoup de mal à en trouver, mais la maturation des fonds privés indépendants et des fonds de sociétés stabilise le secteur du capital de risque du Canada. Ensemble, ces trois types de fonds de capital de risque constituent ce que Mme Macdonald appelle « les trois pieds du tabouret », les SCRT jouant un rôle crucial. Le stock de capitaux au Canada est maintenant bien diversifié, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis où les fonds privés indépendants constituent 90 % du secteur.

> *La stabilité de l'industrie dans le contexte canadien est constituée par trois éléments: les fonds de travailleurs, les fonds indépendants privés et les sociétés d'investissement. Ces trois acteurs contribuent aux capitaux communs et sont des intervenants actifs sur le marché.*
>
> *En une période d'incertitude économique, cette diversité nous rend un grand service parce que nous ne comptons pas sur une seule source. En revanche, aux États-Unis, les fonds de*

pension sont en train de subir les contrecoups économiques des récents événements. Ils reviennent sur les engagements qu'ils avaient pris dans le domaine du capital de risque. Dans le contexte canadien, quand ce genre de situation frappe un groupe, les deux autres peuvent intervenir et continuer à mobiliser des capitaux de risque. Nous ne dépendons pas d'une seule source.(M. Macdonald, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 25.)

Tant qu'il restera des entraves au financement par capital de risque, les SCRT continueront de jouer un rôle important sur le marché du capital de risque, assurant la stabilité de l'offre, la diversité régionale, le financement du démarrage d'entreprises et l'offre de capital dans des créneaux négligés par les autres investisseurs de capital de risque. Le Comité souscrit à une démarche équilibrée au sujet de l'offre de capital de risque et estime que les SCRT ont un rôle important à jouer sur ce marché. C'est pour cela que le Comité recommande :

Que le gouvernement fédéral tienne compte des répercussions négatives que pourraient avoir toute nouvelle mesure législative ou mesure dans le domaine de la réglementation sur les fonds de travailleurs.

C. Investissement institutionnel et étranger

Le Comité a entendu des témoignages disant que, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis, les fonds de pension canadiens ne sont pas de gros investisseurs de capital de risque. En fait, Mme Mary Macdonald a dit au Comité que les fonds de pension canadiens n'ont que de modestes placements dans cette catégorie. Parmi les investisseurs institutionnels, seulement « une poignée de fonds de pension importants … investissent directement dans les entreprises. Ils préfèrent les transactions financières importantes s'apparentant au domaine des services banquaires d'investissement. » Aux États-Unis, il existe un bien plus grand nombre de fonds de pension et de fondations, lesquels ont presque tous pour politique d'inclure des placements de capital de risque privé dans leur portefeuille, ce qui n'est pas le cas des six ou sept plus importants fonds de pension du Canada. Aux États-Unis, les plus gros investisseurs de capital de risque sont les fonds de pension et d'autres fonds institutionnels, et ce en raison de l'avantage fiscal que présente ce type de placement[10].

Pour Mary Macdonald, la faible participation des investisseurs institutionnels au marché du capital de risque au Canada tient à des question de structure et d'éducation :

> *Quant à moi, le problème est de deux ordres. D'abord, il se situe sur le plan de l'éducation. La majorité des gestionnaires de fonds estiment intuitivement que, qui dit capital de risque, dit risque élevé, ce à quoi ne doit pas servir l'argent des retraités. Les experts-conseils en matière de retraite, au Canada en particulier, jugent que l'investissement en capital de risque n'est pas une façon légitime de dépenser leur actif, même s'ils ont des associés aux États-Unis qui le font de façon systématique. Pour commencer, l'industrie du capital de risque doit chercher à trouver des façons de mieux sensibiliser et de mieux faire connaître son action pour que la légitimité des capitaux privés - qu'il s'agisse de capital de risque, de financement d'achat ou de financement secondaire - soit reconnue en tant que démarche d'affectation des actifs. Un fonds de pension qui applique ce genre de démarche consacre généralement 5 à 8 p. 100 de ses actifs à cette catégorie d'investissement.*
>
> *Deuxièmement, compte tenu de la taille des fonds de pension au Canada et de leur nombre limité, nous sommes aux prises avec un problème structurel qu'il va falloir régler. Aux États-Unis, les fonds de pension mettent les capitaux en commun si bien qu'ils n'investissent peut-être que 2 millions de dollars chacun en capital de risque. Cela ne suffit pas pour qu'ils se dotent des compétences maison nécessaires à ce genre d'investissement et l'on ne voudrait certainement pas qu'ils s'en occupent directement. Ils ont ce qu'on appelle des «fonds de fonds», c'est-à-dire des conseillers qui les regroupent de façon informelle et qui gèrent leurs comptes en leur nom.*

---

[10] Commentaires formulés par M. Chip Ruth, associé commandité, Marquette Venture Partners (mission d'information à Chicago, 31 mai 2000.)

Nous n'avons pas encore créé ce genre d'infrastructure au Canada. D'ailleurs, nous ne voyons pas comment nous pourrions y parvenir de façon économique puisqu'il n'y a que 10 acteurs dans ce domaine. Je suis intimement convaincue qu'il y a davantage lieu d'abattre tous les obstacles qui empêchent les fonds d'agir que de leur dire ce qu'ils doivent faire.(*M. Macdonald, Témoignages, 37*^e^ *législature, 1*^re^ *session, fascicule 25.*)

Dans un article publié dans le *Canadian Tax Journal*, Kirk Falconer, associé chez Macdonald and Associates, a dressé une liste des raisons pour lesquelles les administrateurs de fonds de pension tendent à éviter les placements de capital de risque :

- ce type d'investissement est coûteux en temps de gestion et en argent;
- il n'y a pas suffisamment de spécialistes de ce type de placements;
- on manque d'informations essentielles sur ce marché;
- les rendements sont insuffisants et irréguliers;
- il est difficile de mesurer le rendement à long terme de ces placements;
- le risque d'échec retentissant est élevé[11].

Un problème de réglementation important a été signalé par l'Association canadienne du capital de risque, mais a depuis été corrigé dans une certaine mesure par le budget fédéral de décembre 2001; il s'agissait de la participation des fonds de pension à des fonds privés de capital de risque constitués en sociétés de personnes en commandite. Aux États-Unis, il est courant pour les fonds de pension d'investir dans de telles sociétés constituées expressément à cette fin. Au Canada les investissements dans ce genre de sociétés sont considérés comme des biens étrangers. Comme les fonds de pension ne peuvent avoir plus de 30 % de placements dans des biens étrangers, tout investissement de capital de risque par la voie de ce mécanisme nuit à l'aptitude du fonds à diversifier son portefeuille. Du point de vue de la gestion du risque, cette situation est fâcheuse : un fonds de pension qui souhaite investir du capital de risque (une opération risquée) doit renoncer à d'autres possibilités de réduction des risques du fait que ses placements dans des biens étrangers sont plafonnés.

La mesure annoncée dans le budget de décembre 2001 vise à éliminer cette entrave à l'investissement de capital de risque par les investisseurs institutionnels. Actuellement, une participation dans une société de personnes en commandite est considérée comme un bien étranger à moins que la société en question ne soit une société de personnes en commandite admissible (SPCA.) L'ACCR avait noté dans son mémoire que la définition de société de personnes en commandite portait qu'un commanditaire ne pouvait pas détenir plus de 30 % des parts de la société et que cette limite posait des problèmes vu le nombre relativement faible d'institutions qui investissent régulièrement du capital de risque. Le budget élimine le plafond de

[11] Kirk Falconer, *Pension Barriers to Financing Small and Medium-Sized Businesses in Canada*, communication devant le Centre syndical et patronal du Canada, reproduit dans Osborne et Sandler, « A Tax Expenditure Analysis of Labour-Sponsored Venture Capital Corporations », *Revue fiscale canadienne*, 1998, 46, 499-774, p. 563.

30 % pour les SPCA. En effet, après 2001, « en ce qui touche les règles sur les biens étrangers, tout commanditaire ou groupe de commanditaires détenant une participation de plus de 30 % dans une société de personnes en commandite admissible sera réputé détenir une participation équivalente dans chaque bien détenu par la société de personnes, y compris les biens étrangers. Dans le cas d'une participation de 30 % ou moins, le traitement prévu pour les biens étrangers ne s'appliquera pas.[12] » Cette mesure découle directement d'une recommandation de l'ACCR et pourrait avoir des répercussions notables sur les placements des fonds de pension en capital de risque, comme l'a indiqué au Comité M. John Eckert de l'ACCR :

> *Voilà une recommandation qui, selon nous, si elle était mise en oeuvre pourrait avoir une profonde influence sur les montants que ces grandes institutions peuvent diriger vers notre secteur (J. Eckert, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 21.)*

Une SCRT, Retrocom Growth Fund Inc., reçoit 75 % de ses fonds de régimes de pension et non du marché de détail. Comme l'apport des fonds de pension ne donne pas droit au crédit d'impôt, cela représente une économie de l'argent des contribuables. En outre, les régimes de pension qui investissent dans des SCRT s'exposent à des conséquences fiscales qui ne s'appliquent pas lorsqu'ils investissent dans d'autres véhicules. La SCRT en question souhaiterait que les conséquences fiscales des placements soient répercutées sur les fonds de pension investisseurs, ce qui n'est pas possible actuellement. Une telle modification encouragerait les placements des fonds de pension dans des SCRT, réduirait le besoin d'offrir des incitatifs fiscaux et stabiliserait le bilan des SCRT.

Il importe de noter que les investisseurs institutionnels du Canada jouent un rôle de plus en plus important : ils ont été à l'origine de près du quart des investissements de capital de risque en 2000. Il s'agit surtout de placements directs et non d'investissements dans des fonds privés, lesquels sont plus courants aux États-Unis.

On note aussi des progrès au chapitre des investissements étrangers sur le marché canadien du capital de risque. En fait, la part des investissements étrangers dans l'ensemble des nouveaux investissements de capital de risque au Canada, qui était presque nulle en 1998, représentait presque le quart des décaissements en 2000 et a été portée à 30 % durant les neuf premiers mois de 2001. Comme l'a fait remarquer Mme Mary Macdonald :

> *Si l'investissement réalisé par l'industrie du capital de risque aux États-Unis a reculé de 60 p. 100 d'une année sur l'autre, les sommes mises à disposition par les mêmes fonds au Canada ont augmenté de plus de 40 p. 100 dans la même période. Les Américains reconnaissent la qualité des sociétés de haute technologie au Canada, la capacité croissante de nos équipes de gestion entrepreneuriale et l'importance accrue des relations entre certains acteurs américains et canadiens. (M. Macdonald, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 25.)*

La situation récente est bien différente de ce que le Comité avait observé durant sa mission d'information à Chicago en mai 2000, et cela tient sans doute à des changements d'ordre

---

[12] Ministère des Finances, Gouvernement du Canada, *Le plan budgétaire*, p. 245-246.

fiscal et à d'autres changements. À ce moment là, les anges investisseurs et les représentants de fonds d'investissement de capital de risque considéraient que le Canada présentait d'excellentes possibilités d'affaires dans le secteur de la haute technologie, mais avaient signalé des obstacles à l'investissement au Canada. Plusieurs avaient dit que la petite taille des marchés financiers canadiens, de même que les faibles niveaux des liquidités et de l'activité décourageaient d'investir au Canada (voir la section III. D.) Ils avaient aussi qualifié la réglementation et le régime fiscal canadiens de complexes et rébarbatifs. Le regain d'intérêt des investisseurs de capital de risque américains pour le marché canadien semblerait indiquer que certaines de leurs préoccupations s'atténuent lentement. Le marché canadien du capital de risque a peut-être assez mûri pour offrir un degré de rentabilité et d'expertise locale suffisants pour attirer les investisseurs étrangers.

Il faut aussi signaler que le Canada a fait des progrès au chapitre des règles fiscales. Le taux d'inclusion des gains en capital a été ramené à 50 % en octobre 2000. En outre, le budget de décembre 2001 annonçait une mesure visant à réduire la complexité et l'incertitude du traitement fiscal des investissements passifs étrangers dans des fonds canadiens de capital de risque. Actuellement, les lois fiscales canadiennes limitent l'accès aux sources étrangères de capital de risque. Aux États-Unis et en Israël, les investisseurs étrangers qui ne sont pas constitués en société dans le pays sont exemptés de l'impôt sur les gains en capital. Israël reçoit plus de capital de risque étranger que le Canada, et l'ACCR estime que les règles canadiennes courantes constituent un obstacle au capital étranger, bien que le Canada ait adopté certaines réformes à cet égard. Le budget de décembre 2001 contient des mesures qui améliorent quelque peu la situation en clarifiant et en simplifiant le processus par lequel un investisseur étranger peut investir du capital de risque au Canada et éviter la double imposition.

Cette mesure budgétaire vise à faciliter l'investissement de capital de risque par l'intermédiaire d'un gestionnaire de fonds de capital de risque au Canada. Des éclaircissements apportés à l'article 115.2 de la *Loi de l'impôt sur le revenu* portent que un « non résident admissible » n'est pas réputé exploiter une entreprise au Canada uniquement parce qu'un résident du Canada lui fournit, ou fournit à une société de personnes dont il est l'associé, des services administratifs et de gestion des placements. Comme le revenu de placement est couvert par les conventions fiscales conclues entre le Canada et plusieurs autres pays pour éviter la double-imposition, les gains en capital d'un investisseur non résident admissible générés par l'intermédiaire d'un fonds administré au Canada ne seront pas imposés au Canada. Cette mesure s'applique à partir de l'année d'imposition 2002.

L'ACCR a signalé toutes sortes d'autres obstacles aux investissements qui touchent entre autres les retenues d'impôt à la source et l'extension de la protection des conventions fiscales aux sociétés à responsabilité limitée. Cependant, ceux-ci n'ont pas encore été éliminés.

Le Comité estime que le gouvernement fédéral doit veiller avec une extrême vigilance à ce que ses interventions créent un climat qui encourage, et non décourage, les investissements nécessaires à la prospérité des entreprises et, partant, de l 'économie canadienne. C'est pour cette raison qu'il recommande :

Que le gouvernement fédéral étudie la question des investissements de capital de risque par des fonds de pension, et se penche notamment sur

les obstacles tenant à la réglementation ou de nature structurelle qui s'opposent à de tels investissement, en particulier par des fonds de travailleurs.

D. Échelle et liquidité des bourses, et voies de sortie des investissements

Éventuellement, les petites entreprises qui réussissent deviendront des entreprises moyennes qui mobiliseront du capital en devenant des sociétés ouvertes. M. Brien Gray, de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, et le professeur Jeffrey MacIntosh ont souligné l'importance d'un marché financier sain pour la croissance de l'économie, vu qu'il contribue à l'expansion des entreprises. Plus les marchés financiers fonctionnent efficacement, plus les entreprises peuvent rapidement s'introduire en bourse et obtenir des fonds publics à un stade précoce. Mais en outre, les marchés financiers efficaces stimulent le financement privé au niveau des anges et du capital de risque, car ils améliorent le flux des liquidités. En général, la voie de sortie privilégiée de ces types d'investissements est une souscription initiale. Les autres méthodes comprennent les fusions, les acquisitions et le rachat par les cadres. Les anges investisseurs et les sociétés de capital de risque sont encouragés à investir dans une entreprise s'ils ont des raisons de penser que celle-ci peut compter sur une bourse de valeurs lui permettant de lancer rapidement une souscription de forte valeur boursière.

Les témoins ont souligné que deux éléments sont essentiels pour qu'il existe un bon marché financier : la liquidité et l'échelle. La liquidité est directement liée à la capacité des investisseurs de négocier leurs actions sur les marchés secondaires. La réglementation et la taille du marché ont une incidence sur la liquidité. La législation sur les valeurs mobilières, comme les règles de blocage des titres (voir section IV. B.), a tendance à abaisser le niveau de liquidité, alors qu'il monte avec la taille du marché, laquelle est également porteuse d'économies d'échelle. Plus le marché est important, plus les entreprises, quel que soit le secteur auquel elles appartiennent, pourront obtenir des capitaux.

> *Je n'essaie pas de critiquer le marché boursier canadien en disant qu'il y a aux États-Unis environ dix fois plus de gens, sensiblement plus riches que les Canadiens, dans les strates supérieures, de sorte que le bassin de capital dans n'importe quelle catégorie est dix fois plus grand. Autrement dit, s'il y avait dans les deux pays le même pourcentage de personnes disposées à risquer du capital dans une jeune société, elles seraient quand même dix fois plus nombreuses aux États-Unis. Ce n'est pas nécessairement que nous soyons plus prudents, c'est seulement que nous ne sommes pas aussi nombreux que les Américains (R. Bryden, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 52.)*

Pour améliorer l'accès des PME à l'épargne publique, il faut donc s'attaquer à la question de la liquidité et de l'échelle des marchés de capitaux propres canadiens. Certains témoins ont déclaré au Comité que la création d'une bourse nationale des petites entreprises serait un moyen d'atteindre cet objectif. Ainsi, la création de la bourse canadienne du capital de risque (CDNX), a été porteuse de profondeur, de liquidité et de transparence accrues, en offrant un marché plus large aux jeunes entreprises qui tentent d'obtenir du capital au Canada. Créée à la fin de novembre 1999, la CDNX est le résultat de la fusion des bourses de Vancouver et de l'Alberta.

En mars 2000, la bourse de Winnipeg a accepté de regrouper ses services de négociation et d'inscription à la cote avec ceux de la CDNX. Même si la bourse de Montréal a décidé de maintenir l'inscription des valeurs mobilières des petites entreprises et de continuer d'offrir les services afférents, elle a accepté de conclure des accords de sous-traitance avec la CDNX.

Avec la création à Montréal de Nasdaq Canada en novembre 2000, les marchés boursiers canadiens doivent maintenant affronter un nouveau concurrent. Pour le moment les négociateurs ne peuvent négocier que les titres d'un nombre restreint de sociétés hors de Montréal, mais le Nasdaq compte permettre les négociations en dollars canadiens et livrer concurrence pour ce qui est des placements initiaux de sociétés canadiennes. La province de Québec a appuyé activement la création de Nasdaq Canada, en établissant un cadre de réglementation convivial et en offrant des mesures incitatives visant à en favoriser le développement.

M. William Hess, de l'Alberta Securities Commission, M. Douglas Hyndman, de la British Columbia Securities Commission, et M. Roderick Bryden ont tous mentionné que, traditionnellement, les petits émetteurs obtiennent un meilleur prix en s'inscrivant au SmallCap Nasdaq qu'aux bourses de Vancouver et de l'Alberta.

> *On peut espérer que la création d'une bourse nationale de capital de risque conférera au marché canadien un plus grand prestige et permettra peut-être de surmonter ce problème. (D. M. Hyndman, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 48.)*

> *Les investisseurs professionnels en capital de risque ou les anges [...] cherchent à intervenir relativement tôt dans les entreprises, une fois que ces dernières ont un plan d'affaires et des clients potentiels. Ces investisseurs veulent accompagner ces entreprises jusqu'à ce qu'elles deviennent publiques, ce qui leur apporte une voie de sortie. Ils veulent que leur investissement devienne liquide. Ils ont intérêt à ce qu'il ait un marché national du capital de risque afin de pouvoir se défaire de leur investissement. Ils peuvent davantage se lancer sur ce marché s'ils savent qu'ils pourront s'en sortir. (D. M. Hyndman, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 48.)*

Le Comité estime qu'il est primordial que les marchés de capitaux canadiens soient sains pour pouvoir contribuer à la croissance économique en favorisant l'expansion des entreprises. Conscient de l'importance de la liquidité et de l'échelle dans la santé des marchés de capitaux, il recommande :

> **Que le gouvernement fédéral encourage, par ses fonctions en matière de législation et de réglementation, un climat qui permette l'essor et la prospérité des bourses canadiennes.**

IV. Distorsions liées à la réglementation

Nous examinerons ici quatre problèmes de réglementation qui affectent les fournisseurs de capital de risque : la réglementation bancaire, les exigences relatives au blocage des titres, les règles concernant les sociétés affiliées et la responsabilité des administrateurs.

A. Problèmes liés à la réglementation bancaire

Plusieurs témoins ont dit au Comité que les banques à charte canadiennes sont assujetties à un certain nombre de règlements qui ne s'appliquent pas aux autres sociétés de capital de risque. Ces contraintes réglementaires entravent l'offre de capitaux propres aux PME par les plus grandes institutions financières du Canada, les banques. Les filiales spécialisées en capital de risque des banques canadiennes, comme La Corporation Placements Banque Royale, RoyNat ou CIBC Capital Partners, fournissent moins de 20 % du capital de risque. Or, ces compagnies spécialisées pourraient offrir une part beaucoup plus importante du gâteau du capital de risque : d'un côté, elles font partie d'institutions financières de très grande envergure, mais de l'autre, les pratiques bancaires traditionnelles ne sont pas, pour la plupart, adaptées aux besoins financiers de la nouvelle économie du savoir.

Il existe des différences fondamentales entre les activités d'affaires et d'investissement d'une banque et celles de sa filiale de capital de risque. M. David Pakrul, de la Corporation d'investissement en capital de la Banque de Montréal, et M. Jacques Sayegh, de La Corporation Placements Banque Royale, ont déclaré au Comité :

> *Vous nous assimilez à des banquiers parce qu'une banque est propriétaire de notre entreprise. Aucun d'entre nous n'est banquier. Je n'ai jamais été banquier. J'ai été preneur ferme durant vingt ans, et je suis investisseur en capital de risque. Fondamentalement, l'exploitation du capital de risque ne fait pas appel aux banquiers ni à leur culture. Alors même s'il est vrai que certaines personnes peuvent passer d'une organisation à l'autre, le capital de risque et les techniques et outils qui y sont associés diffèrent énormément. Même si nous appartenons à une banque, ce sont des personnes différentes qui sont embauchées pour remplir ce rôle. (D. Pakrul, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)*

> *La Banque Royale a reconnu l'importance d'établir la différence entre la culture du monde bancaire et celle du monde des investissements. Notre organisation fonctionne comme une filiale, avec son propre conseil d'administration. Dans son cas, le processus diffère selon qu'il s'agit d'un investissement ou d'une dette. Elle est bien distincte des autres parties de la banque. Les personnes que nous embauchons proviennent du secteur des investissements, et nous sommes bel et bien des concurrents de McLean Watson et des autres fonds*

indépendants. ... nous sommes assujettis à certaines des règles bancaires, ... dans la mesure où certains aspects réglementaires de nos affaires qui concernent spécifiquement les banques viennent nuire aux autres aspects de nos activités. (J. Sayegh, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

Les filiales de capital de risque des banques se heurtent à plusieurs obstacles qui limitent leur capacité à opérer sur ce marché sur le même pied que leurs concurrents. Un des ces obstacles est le montant de capitaux propres qu'une filiale de banque peut offrir. M. Sayegh a déclaré au Comité que l'une des clés du problème se trouve dans la *Loi sur les banques* de 1993. La loi limite à 5 % du capital réglementaire total le montant qu'une banque peut affecter au financement de capitaux propres, mais la création de sociétés de portefeuille bancaires pourrait éviter en partie de recourir à ce type de restrictions.

D'autres administrations, particulièrement en Europe et en Asie, permettent au secteur bancaire d'affecter des capitaux nettement plus importants à l'industrie du capital de risque. (J. Sayegh, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

Non seulement le montant du financement des capitaux propres est-il assujetti à des restrictions, mais il en va de même du type et de la durée de ce financement. Les filiales de capital de risque des banques sont limitées à une participation de 25 % aux entreprises dans lesquelles elles investissent. De plus, la loi exige qu'elles mettent fin à leurs investissements au bout de dix ans, ce qui leur impose une stratégie de sortie moins qu'optimale. Les autres types de sociétés de capital de risque ne sont pas assujettis à ces contraintes.

Enfin, et peut-être surtout, les institutions financières (y compris leurs filiales de capital de risque) sont pleinement imposées sur leurs gains en capital, contrairement aux sociétés ordinaires dont seulement 50 % des gains sont imposables. Pour qu'une filiale bancaire atteigne son taux de rendement souhaité après impôt, elle doit se limiter aux investissements les plus rentables.

Si les investisseurs en capital de risque que sont les institutions financières étaient traités comme d'autres sociétés -- c'est-à-dire si 50 % du gain était imposable --, cela nous encouragerait à rechercher un rendement avant impôt plus faible sur nos investissements. Cela fait diminuer directement la participation à l'entreprise, de sorte que les propriétaires de petites entreprises n'estimeraient plus que nous demandons une trop grande participation à l'entreprise. (R. Reynolds, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

En bref, les témoins du secteur bancaire de l'investissement ont déclaré au Comité que le contexte réglementaire crée des règles du jeu qui ne penchent pas en faveur des sociétés de capital de risque qui sont des filiales de banque. Cette situation est regrettable puisqu'elle limite la capacité du secteur bancaire à offrir à la nouvelle économie un financement adapté. Le Comité appuie la création de sociétés de portefeuille précisément pour libérer les activités des filiales des banques. Cela permettrait aux groupes bancaires non seulement de mieux concurrencer les institutions financières non réglementées, mais aussi de mieux servir ceux qui ont besoin d'un financement. C'est pour cela que le Comité recommande :

Que le gouvernement fédéral entreprenne une étude afin de cerner les barrières ou obstacles nuisant à la capacité des banques d'être concurrentielles pour ce qui est des activités liées au capital de risque dans le but de les éliminer.

B. Exigences relatives au blocage des titres

En général, les lois sur les valeurs mobilières renferment des dispositions selon lesquelles les actionnaires d'une entreprise déposant un premier prospectus (comme les promoteurs, les directeurs, les administrateurs et les actionnaires dont l'avoir en actions de l'entreprise dépasse un seuil déterminé) doivent bloquer leurs actions pendant un certain temps. Une action bloquée ne peut être vendue, cédée ou transférée que sous certaines conditions. Au bout d'un certain temps, les actions sont débloquées.

Le groupe de travail de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario sur le financement des PME a indiqué que les exigences relatives au blocage des titres (ou entiercement) ont toujours visé deux objectifs : (i) veiller à ce que les promoteurs d'une offre de participation ne fassent pas de profits aux dépens des investisseurs publics et (ii) faire en sorte que les dirigeants se sentent incités à consacrer leur temps et leur attention à l'entreprise[13].

M. Douglas Hyndman décrit ainsi la disposition en question :

> *Son but premier est de lier pendant une période raisonnable les fondateurs de l'entreprise à cette dernière afin que les investisseurs qui participent au placement initial de titres sachent que les gens sur lesquels ils comptent resteront en poste pendant suffisamment de temps. On ne précise pas ce qu'est une période raisonnable, mais en dehors du secteur des ressources naturelles, il faut généralement au moins quatre ou cinq ans pour qu'une nouvelle entreprise arrive à réaliser un bénéfice et rapporte un rendement raisonnable à ses actionnaires.*
>
> *Traditionnellement, pour ce qui est du prix des titres, le blocage a également cherché à tenir compte des intérêts des actionnaires qui ont acheté des actions avant le placement initial. Nous avons mis au point notre proposition en renonçant à ce deuxième aspect et en cherchant surtout à lier les fondateurs à l'entreprise. Le débat n'est pas terminé quant à savoir si c'est nécessaire et, dans l'affirmative, quelle est la période requise, mais c'est sur cet aspect que nous avons mis l'accent. Lorsque les investisseurs investissent dans le placement initial de titres d'une nouvelle entreprise, ils parient sur sa direction, car elle n'a pas grand-chose d'autre à offrir. Nous voudrions la garantie que la direction sera encore là au lendemain de l'émission, une fois l'argent investi. (D. Hyndman, Témoignages, 36^e^ législature, 1^re^ session, fascicule 48.)*

Le groupe de travail fait remarquer que les investisseurs de capital de risque sont parfois pris au piège du blocage, car cette règle vise les gros actionnaires qui investissent des capitaux importants dans l'entreprise avant qu'elle ne devienne société ouverte. On peut lire dans le rapport du groupe de travail que « les échéanciers de déblocage des titres en vertu de l'actuel

---

[13] Groupe de travail sur le financement des petites entreprises de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (1996), p. 89.

régime réglementaire sont plus longs que nécessaire, qu'ils se traduisent par des coûts importants et injustifiés et qu'ils découragent les offres publiques en Ontario »[14].

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) avaient proposé en 1998 un régime national de blocage des titres qui, selon l'ACCR, aurait grandement modifié les règles actuelles relatives à l'entiercement en allongeant considérablement les périodes de blocage dans le cas des entreprises naissantes faisant un premier appel public à l'épargne. L'ACCR estimait que les sociétés de capital de risque auraient été inévitablement touchées par cette proposition et a recommandé qu'elles soient exclues. La proposition des ACVM a été modifiée par la suite de manière à la rendre plus acceptable aux yeux des investisseurs.

L'ACCR a par ailleurs indiqué au Comité qu'il n'est pas rare qu'une société de capital de risque détienne des investissements dans une entreprise pendant trois à huit ans avant que celle-ci s'introduise en bourse. L'imposition d'un blocage pouvant durer six ans, qui se serait ajouté à la période initiale d'investissement des capitaux, aurait réduit les liquidités des sociétés de capital de risque et eu une incidence négative sur les PME[15].

En mars 2000, les ACVM ont donc proposé un régime révisé pour le blocage des titres qui, entre autres choses, aurait raccourci la période de blocage et accéléré la libération des titres. Pour les émetteurs établis, la libération des titres se ferait en tranches égales à six mois d'intervalle sur une période de 18 mois et pour les nouvelles sociétés émettrices, la libération se ferait par tranches égales à intervalles de six mois sur une période de 36 mois. Ainsi, la période de blocage serait ramenée de 6 ans à un maximum de 18 mois ou de trois ans selon le cas.

Le régime national d'entiercement proposé en 1998 pour le blocage des titres avait suscité beaucoup de commentaires devant le Comité. De nombreux témoins estimaient que la période d'entiercement de six ans était trop longue et appuyaient la recommandation de l'ACCR qui réclamait que les sociétés de capital de risque soient exonérées de ce genre de disposition.

Selon un témoin, les règles d'entiercement proposées en 1998 risquaient de gêner davantage les entreprises cherchant à attirer des capitaux. M. Barrie Laver, associé directeur chez Castle Hill Ventures, a indiqué au Comité :

> *Les règles proposées relativement à l'entiercement des offres publiques initiales auront une incidence fort négative sur l'industrie. C'est de modalités de sortie claires et réelles dont les investisseurs de capitaux de risque ont besoin. Les règles d'entiercement proposées entraveront de nombreuses façons l'accès au capital. Ainsi, les nouveaux fonds auront plus de difficulté à rassembler des capitaux parce que l'entiercement aura sûrement une incidence sur le taux de rendement du capital et le remboursement du capital aux investisseurs.*
>
> *Les entrepreneurs seront beaucoup plus tentés de démarrer une entreprise aux États-Unis qu'au Canada s'ils savent que les règles relatives à l'entiercement rendront l'accessibilité aux capitaux beaucoup plus difficile et qu'elles seront beaucoup plus coûteuses pour les*

[14] *Ibid.*, p. 93.

[15] Canadian Venture Capital Association, mémoire présenté au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, 16 mars 1999, p. 12.

fondateurs et les autres gestionnaires. Les sociétés établies au Canada seront plus tentées de se tourner vers les marchés publics américains, ou encore elles chercheront à être vendues plutôt que d'émettre des actions dans le public, souvent à une société qui n'est pas établie au Canada.

Les règles d'entiercement proposées doivent être modifiées de sorte qu'elles ne soient pas beaucoup plus sévères que les règles américaines, tout en respectant le besoin élémentaire de satisfaire aux intérêts des investisseurs autant qu'à ceux des gestionnaires. (B. Laver, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)

Un autre témoin, M. Loudon F. Owen, associé directeur chez McLean Watson, s'est montré encore plus catégorique dans son opposition aux propositions.

Nous tenons cependant à préciser que, à notre avis, les règles d'entiercement proposées sont scandaleuses et improductives. En outre, elles jetteront dans l'industrie canadienne du capital de risque un froid tel que plus aucune société de capital de risque digne de ce nom ne fera un appel public à l'épargne au Canada au nom d'une entreprise. En dernière analyse, rares seront les entrepreneurs qui feront un appel public à l'épargne au Canada.

Je pourrais trouver des mots plus durs, mais je pense que les règles en question, qui sont tout sauf un point de départ valable, ne devraient même pas être envisagées. Le simple fait qu'on les ait mises de l'avant a jeté de l'huile sur le feu, du moins au sein de notre société, dans le cadre des discussions que nous avons pour déterminer si nous allons rester au pays et y garder notre siège social. (L. F. Owen, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

Enfin, un témoin, *Brad Ashley*, associé directeur chez Priveq Capital Fund, est allé jusqu'à affirmer que si le régime national d'entiercement proposé en 1998 devait s'appliquer, le marché des souscriptions initiales mourrait à plus ou moins long terme au Canada (*B. Ashley, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.*)

Comme on l'a dit précédemment, le projet de régime de blocage de 1998 n'a pas abouti et a été révisé afin de prévoir des périodes de blocage plus courtes et une libération plus rapide des titres. En juin 2001, les ACVM ont annoncé leur intention de mettre bientôt en œuvre le nouveau régime de blocage uniforme puisqu'il est devenu répandu dans les bourses canadiennes.

Le Comité est d'avis que les exigences en matière de blocage de fonds peuvent être coûteuses pour ce qui est des appels publics à l'épargne et décourager ces derniers et qu'il faut débattre encore d'un éventuel régime de blocage de fonds national. C'est pourquoi il recommande

Que le gouvernement fédéral amorce un dialogue avec les divers intervenants à propos d'un régime de blocage de fonds national et que l'on étudie par ailleurs la mesure dans laquelle les exigences en matière de blocage de fonds peuvent décourager les appels publics à l'épargne, en vue de modifier en conséquence ces exigences.

C. Règles concernant les sociétés affiliées

Selon un certain nombre de témoins, les « règles concernant les sociétés affiliées », en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, pourraient entraver le développement des petites et moyennes entreprises. Ces règles stipulent les circonstances dans lesquelles une personne est réputée contrôler une société et est donc considérée comme lui étant associée.

L'Association canadienne de capital de risque (ACCR) croit que l'application de ces règles aux sociétés de capital de risque pourrait priver les entreprises qui en sont à l'étape embryonnaire d'un grand nombre des avantages fiscaux destinés à favoriser leur croissance et leur développement. L'ACCR a fait remarquer qu'afin de protéger le capital qu'ils investissent dans les premières étapes de la vie d'une entreprise, les investisseurs à risque imposent souvent des conditions, dont une clause à effet de crémaillère, qui prévoit que le contrôle de l'entreprise sera transféré à un groupe d'investisseurs de capital de risque, si l'entreprise emprunteuse ne respecte pas certaines échéances.

Selon l'ACCR, la *Loi de l'impôt sur le revenu* exige que toute option en vigueur ou toute autre forme d'obligation de transfert de contrôle soit prise en compte pour déterminer si un détenteur d'option doit être réputé comme contrôlant une société. Le cas échéant, les sociétés de capital de risque peuvent être considérées comme étant associées aux entreprises dans lesquelles elles investissent. Par ailleurs, l'ACCR nous a fait remarquer que, toujours selon la *Loi de l'impôt sur le revenu*, quand un groupe d'investisseurs de capital de risque contrôle deux entreprises, celles-ci sont réputées être associées entre elles, même si aucun lien ne les unit par ailleurs.

L'ACCR soutient que l'application des règles concernant les sociétés affiliées pourrait priver les compagnies embryonnaires de plusieurs avantages fiscaux, en raison :

- de la disparition des privilèges fiscaux consentis au titre de l'amélioration de la R et D;
- du partage obligatoire, entre toutes les sociétés affiliées, du plafond de 10 millions de dollars sur le capital imposable dans le calcul de l'impôt des grandes sociétés;
- de l'impossibilité d'utiliser la déduction pour petite entreprise de 16 à 21 % sur la première tranche de 200 000 $ de revenu imposable annuellement[16].

L'ACCR a recommandé deux alternatives au Comité : la première est d'étendre l'exemption de l'application des règles concernant les sociétés affiliées aux actions détenues par les sociétés de capital de risque visées par le règlement; et la seconde soit d'exclure les sociétés de capital de risque de l'application de la définition de « groupes de personnes » contenue dans les règles concernant les sociétés affiliées.

[16] Association canadienne du capital de risque, (1999), p. 14.

Les règles relatives aux sociétés affiliées sont essentiellement conçues pour empêcher les contribuables d'utiliser les structures de société et autres dispositions complexes pour contourner l'intention de la législation, en particulier la *Loi de l'impôt sur le revenu*. Le Comité note que les sociétés de capital de risque sont essentiellement des institutions financières qui fournissent des capitaux propres pendant une période de temps assez longue, mais limitée. Lorsqu'elles détiennent une participation dans une entreprise, c'est dans l'intention de la financer et non de créer un conglomérat. C'est pourquoi le Comité croit qu'il n'est pas nécessaire que les sociétés de capital de risque soient assujetties aux règles concernant les sociétés affiliées, car cela aurait également pour effet d'entraver l'accès des PME aux capitaux propres. C'est pour cela que le Comité recommande :

Que le ministère des Finances examine les règles concernant les sociétés affiliées énoncées dans la *Loi de l'impôt sur le revenu* en vue de déterminer l'opportunité d'exempter les actions détenues par des sociétés de capital de risque de l'application de ces règles.

D. Responsabilité des administrateurs

Pour les sociétés, la grande difficulté consiste à attirer et à retenir des administrateurs compétents. Cela est particulièrement vrai pour les petites et moyennes entreprises où la présence d'administrateurs d'expérience peut être déterminante pour la survie ou l'expansion de l'entreprise.

Dans son mémoire au Comité, l'Association canadienne de capital de risque a fait remarquer que la forte augmentation des responsabilités qui leur sont imposées a compliqué le recrutement d'administrateurs efficaces et renforcé les réflexes de prudence excessive des décisionnaires des sociétés[17]. D'autres témoins se sont fait l'écho de ce point de vue, dont M. Denzil Doyle, lequel est convaincu que les anges investisseurs hésitent beaucoup à intervenir à cause des responsabilités incombant aux administrateurs. Il a fait savoir au Comité :

> *Pour commencer, le gouvernement doit cesser d'imposer de si nombreuses responsabilités aux administrateurs. À chaque nouveau budget, les responsabilités augmentent. Qu'il s'agisse des montants de TPS non versés ou de nouvelles dispositions environnementales, le gouvernement peut s'en prendre aux administrateurs. C'est un grave problème. Les bailleurs de fonds hésitent beaucoup à intervenir, parce qu'ils ne veulent pas endosser les responsabilités des administrateurs. Et pourtant, sans constituer un conseil d'administration officiel, il est impossible de discipliner les jeunes. (D. Doyle, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)*

Ce n'est d'ailleurs pas la première fois que le Comité entend parler de ce problème. Dans son rapport d'août 1996 intitulé *La régie des sociétés*, le Comité se disait déjà inquiet de l'accroissement des responsabilités des administrateurs constaté au cours des 20 dernières années et de ses répercussions sur l'administration des sociétés et sur la conduite des entreprises. À cette époque, le Comité avait fortement recommandé de modifier la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) afin de conférer la défense de diligence raisonnable aux administrateurs de société. De plus, dans ses rapports de septembre et de mars 1998, *Responsabilité solidaire et professions libérales* et *La responsabilité proportionnelle modifiée*, le Comité a recommandé que le régime de responsabilité proportionnelle modifiée s'applique aux réclamations pour préjudice financier résultant d'une erreur d'information financière requise en vertu de la LCSA.

Le Comité s'est également penché sur cette question dans un contexte plus large et a exprimé ses préoccupations quant à la manière dont ces responsabilités ont été imposées et à l'envergure qu'elles ont prise. Nous avons eu l'impression que des responsabilités ont été imposées aux administrateurs au coup par coup, dans chaque loi adoptée, sans qu'on se préoccupe de leur effet cumulatif. Nous estimons qu'aucune loi ne devrait comporter de disposition sur les responsabilités des administrateurs, sauf s'il est clairement établi qu'elles

---

[17] *Ibid.*, p. 12.

peuvent avoir une incidence positive sur la conduite de l'entreprise ou qu'elles peuvent contribuer aux objets de la loi.

Le projet de loi S-11 adopté récemment modifie la LCSA pour conférer aux administrateurs la défense de diligence raisonnable et le régime de responsabilité proportionnelle modifiée à l'égard des réclamations pour préjudice financier. Ces modifications sont conformes à certaines recommandations formulées par le Comité à cet égard.

Le Comité est d'avis que les entreprises de toutes tailles, mais surtout les PME, ont besoin d'administrateurs expérimentés. Parce qu'il juge que les responsabilités imposées aux administrateurs peuvent compliquer leur recrutement et renforcer les réflexes de prudence excessive dans la prise de décisions, le Comité recommande :

Que le gouvernement fédéral fasse en sorte d'appliquer toutes les recommandations que le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce a formulées à propos des responsabilités des administrateurs de sociétés.

V. Incitatifs fiscaux

Les gouvernements influent sur les décisions des entreprises par la voie des lois et règlements, mais ils peuvent aussi influencer grandement les décisions des investisseurs par le truchement du régime fiscal, car ceux-ci se soucient surtout du rendement après impôt de leurs placements. On abordera donc ici plusieurs considérations d'ordre fiscal et leur répercussions sur l'offre de capitaux aux petites entreprises.

A. Impôt sur les gains en capital

L'impôt sur les gains en capital est un obstacle à l'apport de capitaux aux PME. Le fait d'imposer les gains en capital a un effet préjudiciable sur la capacité du capital de financer les investissements les plus profitables.

Au cours du printemps 2000, le Comité a entendu des témoignages d'experts canadiens et américains sur l'imposition des gains en capital, dont il s'est inspiré pour préparer un rapport intitulé *L'impôt sur les gains en capital*, dans lequel il concluait que cet impôt entrave la création et l'expansion d'entreprises. Il fausse les décisions d'investissement, ce qui mène à un sous-investissement dans les nouvelles entreprises et les projets à haute intensité de savoir du fait que ces entreprises dépendent essentiellement du financement que peuvent leur offrir des particuliers imposables. Peut-être encore plus important, ce système a des effets négatifs cumulatifs sur le financement des PME, en particulier les entreprises fondées sur le savoir, et sur l'entrepreneurship.

Selon une étude canadienne récente, l'impôt sur les gains en capital influence le coût du capital de l'entreprise en modifiant le taux de rendement attendu des investisseurs qui achètent les actions de l'entreprise. En effet, si l'impôt modifie le rendement requis, le prix que les investisseurs sont prêts à payer pour une participation aux gains futurs de l'entreprise changera. Ainsi, l'impôt sur les gains en capital est capitalisé dans le prix de l'action[18].

Cela signifie que si le taux d'inclusion des gains en capital était réduit, le jeu des forces du marché permettrait au prix des actions des petites entreprises prometteuses d'augmenter jusqu'à un niveau qui compenserait la totalité de l'impact futur de l'impôt pour les investisseurs. Les capitaux propres deviendraient moins coûteux pour les nouvelles entreprises éventuellement plus productives en raison du prix plus élevé des actions et donc de l'abaissement du coût du capital. Ces arguments sont présentés dans un certain nombre d'études[19].

---

[18] Kevin Milligan, Jack Mintz et Thomas A. Wilson, « Capital Gains Taxation: Recent Empirical Evidence », document d'information à l'intention du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, septembre 1999.

[19] En particulier, voir A. Guenther et Michael Willenborg. « Capital Gains Tax Rates and the Cost of Capital for Small Business: Evidence from the IPO Market », *Journal of Financial Economics*, 53, 1999, p. 385-408. Voir également H. Lang et Douglas A.

En plus de favoriser l'investissement dans des projets plus risqués, l'abaissement du coût du capital stimule le marché des souscriptions initiales. Ces effets conduisent à des gains de productivité. L'incidence sur la formation de capital et sur l'amélioration de la productivité est cumulative de sorte que même de très petites augmentations annuelles peuvent avoir un effet considérable à long terme.

Dans son rapport sur l'imposition des gains en capital, le Comité avait recommandé que le taux d'inclusion des gains en capital soit immédiatement abaissé à 50 % pour l'aligner sur le taux marginal moyen supérieur appliqué en la matière aux États-Unis. Le ministre des Finances a répondu favorablement à cette proposition dans l'*Énoncé économique et la mise à jour budgétaire* d'octobre 2000 et a ramené le taux d'inclusion à 50 %. Le Comité avait toutefois souligné dans sa recommandation que cette mesure, bien que pressante, serait probablement insuffisante. C'est pour cela que le Comité recommande :

> **Que le gouvernement fédéral modifie la *Loi de l'impôt sur le revenu* pour abaisser encore le taux d'imposition des gains en capital.**

Shackelford, « Capitalization of Capital Gains Taxes: Evidence from Stock Market Price Reactions to the 1997 Rate Reduction », *National Bureau of Economic Research*, WP 6885, janvier 1999.

B. Charges fiscales non liées aux bénéfices

Le rapport du Comité technique de la fiscalité des entreprises a fait état d'une évolution marquée du genre d'impôts que paient les entreprises. L'impôt sur les bénéfices des sociétés représente maintenant moins du quart de la ponction fiscale totale sur l'activité d'une entreprise.

> *L'importance relative des impôts dépendant des bénéfices (impôt sur les bénéfices des sociétés et taxes sur les ressources naturelles fondées sur les bénéfices) a fortement diminué en faveur des impôts sur le capital, des impôts fonciers et des impôts sur la masse salariale, ainsi que des taxes de vente et des taxes d'accise sur les carburants applicables aux intrants. Alors qu'en 1950, un peu moins de 60 % de ce type d'impôt des entreprises était lié aux bénéfices, ce rapport était tombé à environ 25 % en 1995. Cette évolution est due en partie à la baisse des bénéfices des sociétés par rapport à la valeur nette ajoutée, mais elle s'explique aussi par l'augmentation des taux des impôts et taxes non reliés aux revenus et à la croissance correspondante des recettes provenant de ces sources*[20].

M. Brien Gray a souligné que les petites entreprises dépendent largement des bénéfices non répartis pour accroître leur avoir propre. Or, avec l'augmentation de l'impôt sur le capital et des charges sociales, elles ont de la difficulté à conserver leurs bénéfices non répartis.

> *[le] régime fiscal ne s'appliquant pas au bénéfice … a augmenté énormément, tandis que l'impôt s'appliquant au bénéfice a graduellement diminué. L'effet sur les entreprises qui dépendent des bénéfices non répartis pour grossir l'avoir des actionnaires est évident : des bénéfices plus faibles, moins de bénéfices non répartis, une capacité restreinte à augmenter l'avoir des actionnaires de l'entreprise, ainsi qu'une possibilité de croissance limitée.*
>
> *Sans doute, l'une des raisons pour laquelle la période de création d'emplois postrécession a produit moins d'emplois que ce que le gouvernement attendait est que les entreprises qui ont eu la chance de survivre ont dû puiser abondamment dans l'avoir des actionnaires. Le recours grandissant à l'impôt ne s'appliquant pas au profit rendra les choses plus difficiles aux entreprises qui veulent renflouer leur capital-actions. (B. Gray, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)*

Le Comité pense que les impôts versés par les entreprises sans égard à leur capacité de générer des bénéfices peuvent nuire à l'essor de ces dernières et appuie la majorité des conclusions du *Rapport du Comité technique de la fiscalité des entreprises*. C'est pour cela qu'il recommande :

---

[20] Rapport du Comité technique de la fiscalité des entreprises présenté au ministre des Finances, décembre 1997, page 2.15.

Que le gouvernement fédéral étudie l'impact de l'impôt des sociétés dans le but de réduire ou d'éliminer la part qu'il occupe dans cette ponction.

C. Allégements et incitatifs fiscaux initiaux et généralisés

La plupart des témoins ont convenu que l'offre d'allégements fiscaux initiaux et les incitatifs fiscaux sélectifs accordés aux investisseurs tendent à modifier les décisions d'investissement et à créer toutes sortes de distorsions. En général, ils croient que cette démarche est inefficace.

M. John Cranston a donné au Comité des précisions sur certaines initiatives du gouvernement comme les régimes d'épargne-actions et les crédits d'impôt associés à la recherche scientifique, en particulier en Alberta et au Québec. À son avis, ces allégements fiscaux initiaux n'encouragent pas nécessairement l'investissement dans les entreprises les plus productives. En raison de la réduction d'impôt, les investisseurs peuvent bénéficier de rendements artificiellement élevés, même si leur investissement n'est pas très performant. De plus, ils bénéficient des allégements, même s'ils n'affectent pas leur argent aux genres de projets que le gouvernement souhaite encourager. Deuxièmement, on encourage l'investissement dans des projets risqués « en faisant valoir que c'est le gouvernement qui prend les risques à votre place » *(J. Cranston, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)* Cela devient la principale raison pour laquelle de nombreux investisseurs prennent de plus grands risques. Mais ils peuvent toujours y perdre; les risques sont partagés avec le gouvernement, mais ils existent toujours. M. Vernon Lobo nous fait savoir que :

> *… plus de la moitié du capital administré au Canada provient d'incitatifs gouvernementaux initiaux [surtout par la voie des SCRT] conçus pour encourager la formation de capital. Le gouvernement a de toute évidence réussi à créer rapidement d'importantes sommes de capitaux destinées aux PME grâce à cette initiative. Bien que cela nous ait aidé à démarrer, ce n'est toutefois pas suffisant pour créer un réseau d'investisseurs providentiels, un marché du capital de risque et un secteur de la technologie durables. Pratiquement aucun des fonds créés aux États-Unis était le résultat d'incitatifs fiscaux. Ces fonds sont le fruit des aptitudes, de l'expérience et du rendement des gestionnaires de fonds. (V. Lobo, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)*

M. Lobo et M. Cranston ont tous deux insisté sur le fait que les gens doivent prendre des risques appropriés à leur situation. Accorder des incitatifs fiscaux initiaux revient à donner un prix aux partants plutôt qu'aux gagnants d'une course. Au lieu d'accorder des allégements fiscaux initiaux, il serait préférable de viser « la fin de la course », c'est-à-dire récompenser les gagnants. Le régime fiscal doit faire en sorte que les investisseurs récoltent les avantages correspondant aux risques qu'ils prennent.

> *Nous devons créer un marché et un taux d'impôt intéressants, et laisser les forces du marché amener le capital aux entrepreneurs et aux investisseurs qui réussissent à créer de la richesse (V. Lobo, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)*

Une réduction importante de du taux d'inclusion des gains en capital permettrait d'atteindre cet objectif. On pourrait ainsi accorder aux investisseurs qui ont pris des risques et acquis une expérience jugés appropriés une récompense conforme à leur réussite. Il en résultera la création d'un marché durable et stable pour l'offre de capital de risque aux PME.

De plus, ces incitatifs devraient être généralisés et non limités à certaines industries.

> *... il ne faudrait pas offrir d'allégements fiscaux sélectifs. Le gouvernement ne sait vraiment pas discerner entre les différentes entreprises. Nous pensons que c'est le marché qui devrait choisir quelles sont les idées qui méritent son appui. (J. Cranston, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)*

M. Brien Gray a indiqué qu'il est vital pour les petites entreprises que les incitatifs au financement par actions incluent tous les secteurs. M. Rod Bryden a souligné l'effet négatif de l'affectation d'une part disproportionnée des ressources à des secteurs particuliers.

> *Si nous affectons une part disproportionnée de nos ressources aux secteurs de pointe, nous aurions des difficultés à adapter les possibilités d'emploi aux gens qui ont besoin de travail et nous financerions d'une façon excessive les secteurs dont le taux d'échec est le plus élevé. (R. Bryden, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 52.)*

Il faut une approche équilibrée. De plus, « lors des étapes préliminaires, il est impossible de prévoir quelles entreprises croîtront rapidement et quelles entreprises suivront la voie d'une croissance plus modeste (*B. Gray, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.*) » Le système doit laisser le marché décider quel secteur, quelle industrie ou quelle entreprise recèle le meilleur potentiel de croissance. Toute politique qui prévoit des incitatifs ciblés crée des distorsions dans les décisions d'investissement. Si les investisseurs sont récompensés pour le risque qu'ils prennent, il est dans leur intérêt d'investir dans des entreprises dont ils estiment qu'elles recèlent le potentiel de croissance le plus élevé. D'autre part, grâce à ces incitatifs non sélectifs, les investisseurs vont sans doute soutenir davantage des entreprises à forte croissance qui, autrement, n'auraient pas fait l'objet d'un traitement fiscal préférentiel.

Cette démarche est précisément celle qu'a adoptée le Comité dans son étude sur l'imposition des gains en capital. Estimant que les incitatifs notamment d'ordre fiscal provenant du gouvernement fédéral ne devraient pas fausser les décisions en matière d'investissement, le Comité recommande :

> **Que le gouvernement fédéral mène une étude sur les incitatifs existants, qu'il soient de nature fiscale ou autre, afin d'établir s'ils donnent les résultats escomptés et ne faussent pas les décisions en matière d'investissement.**

VI. Manque de compétence en gestion

Les problèmes de financement des entreprises tiennent parfois aux entrepreneurs eux-mêmes. Nous examinerons ici trois aspects du problème qui sont le fait des entrepreneurs et de la culture.

A. Réticence des propriétaires de PME à céder une partie de leur contrôle

Les obstacles à l'accès aux capitaux propres viennent parfois des entrepreneurs eux-mêmes. Plusieurs témoins ont parlé de la réticence des entrepreneurs à céder une partie du contrôle de leur entreprise. M. Rod Reynolds, président-directeur général de RoyNat Inc., décrit ainsi le phénomène :

> *Il semble y avoir au Canada un blocage mental à l'égard du partage de propriété d'une entreprise. Souvent, un propriétaire sera beaucoup plus heureux d'être propriétaire unique d'une petite entreprise que d'être propriétaire à 80 % d'une entreprise de plus grande envergure. Fait intéressant, nous avons constaté que cette attitude diffère énormément de celle des Américains, qui semblent plus enclins à céder une partie du capital-actions pour que l'entreprise grandisse. À notre avis, cette réticence découle en partie d'une crainte des investisseurs en capital risque, d'une crainte du contrôle; il nous faudra certainement trouver une façon de remédier à cette crainte (R. Reynolds, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)*

Un autre témoin a décrit les entrepreneurs canadiens comme étant des « fanas » du contrôle pour qui il est plus important de demeurer petits et exercer un contrôle total sur leur entreprise que d'avoir une petite part d'un gâteau bien plus gros[21]. Un autre a confirmé cette perception en précisant que certains entrepreneurs voient leur entreprise comme faisant partie de leur mode de vie plutôt que comme un véhicule de création de richesse.

Ailleurs dans ce rapport, nous avons traité des conséquences des entraves placées par la réglementation sur l'offre de capital de risque. Nous avons également abordé le rôle de l'impôt sur les gains en capital. Dans les deux cas, le fait de restreindre l'offre de financement financement par actions fait grimper le prix de ce financement. Les entrepreneurs canadiens sont peut-être réticents à céder une partie du contrôle de leur entreprise parce qu'ils estiment devoir céder trop de contrôle par rapport au financement qu'ils reçoivent. Pour leur part, les entrepreneurs américains semblent plus réceptifs à cette forme de financement, non pas parce

---

[21] Gordon Sharwood, mémoire présenté au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, 18 avril 1999, p. 7.

qu'ils sont fondamentalement différents de leurs homologues canadiens, mais parce que le financement par actions est moins coûteux pour eux.

B. Manque de compétences en gestion, en vente et en marketing

En 1998, une étude préparée pour l'Association des banquiers canadiens a révélé que le manque de connaissances et de compétences en gestion des entrepreneurs est un des principaux obstacles à l'investissement[22].

De nombreux témoins ont déclaré au Comité que c'est souvent par manque de confiance dans la gestion d'une entreprise que les investisseurs déclinent un investissement.

> *En tant qu'organismes de réglementation, nous constatons qu'il y a beaucoup d'argent à la recherche de possibilités d'investissement avantageuses, mais une pénurie de petites entreprises prometteuses et bien gérées dans lesquelles investiR. Le problème n'est pas qu'il y ait trop d'entreprises qui ont besoin d'argent, mais plutôt qu'ils [investisseurs institutionnels] ont du mal à trouver des jeunes entreprises solides disposant d'un bon plan d'affaires et d'une bonne gestion dans lesquelles investir leur argent. (D. M. Hyndman, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 48.)*

D'autres témoins ont avancé que les Canadiens manquent de compétences dans les ventes et le marketing. Un témoin du secteur du capital de risque a dit au Comité qu'un projet noté B dont la gestion mérite un A trouvera plus facilement des bailleurs de fonds qu'un projet noté A dont la gestion ne mérite qu'un B. La différence entre un plan d'affaires noté A ou B tient souvent à la qualité du personnel de vente et de marketing. Un autre témoin a souligné le fait que le Canada produit beaucoup d'excellents ingénieurs, mais qu'il devrait produire tout autant de spécialistes en marketing et vente. « C'est sur ce plan que nous avons des lacunes et c'est pourquoi nous sommes extrêmement désavantagés sur le plan concurrentiel. » (*D. Latner, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.*)

Selon la plupart des témoins, ce n'est pas que le Canada ne produit pas de bons gestionnaires. Le problème comporte de multiples facettes, qui vont des lacunes dans l'éducation aux économies d'échelle. De fait, l'économie des États-Unis est au moins dix fois plus importante que la nôtre. Cette réalité a des conséquences considérables sur le volume des ventes et les efforts de marketing dans les deux pays.

> *L'essentiel, c'est que nous devrions tout mettre en œuvre pour garder les personnes qualifiées et les inciter à demeurer au pays. Un autre point qui a son importance, c'est que bon nombre des personnes les plus qualifiées que je connaisse ont quitté le Canada et n'y reviendront pas. Je songe en particulier à des promoteurs, à des mécaniciens et à des directeurs généraux. L'un des principaux problèmes auxquels les entreprises canadiennes sont confrontées consiste à recruter des personnes qualifiées du simple fait que la plupart des*

---

[22] Thompson Lightstone & Company Limited, « Small Business in Ontario: An Assessment of Access to Capital », 1998, p. 130.

entrepreneurs qui réussissent, une fois leur fortune faite, quittent le pays. Ils ne reviennent pas, en grande partie à cause du régime fiscal. Mes commentaires sont anecdotiques, ce qui veut dire qu'ils ne s'appuient pas sur des statistiques, mais il s'agit assurément de quelque chose que nous avons observé. (L. F. Owen, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

La question de la fuite des cerveaux dépasse la portée du présent rapport, mais de nombreux témoins ont dit avoir l'impression que beaucoup des meilleurs gestionnaires et entrepreneurs à succès du Canada - et donc des anges potentiels - allaient s'installer aux États-Unis.

Un autre point qui met en évidence la perte de notre talent est le fait que plusieurs hauts dirigeants de quelques-unes des plus grandes entreprises d'Internet aux États-Unis sont des Canadiens. Jeu Mallette est le président et chef de l'exploitation de Yahoo. Paul Gauthier, originaire de Halifax, est le cofondateur de Inktomi, qui est une entreprise spécialisée dans les moteurs de recherche qui vaut 7 milliards de dollars. Jeff Skoll, originaire de Montréal, a été l'un des fondateurs de eBay. Rob Burgess est le président et chef de la direction de Macromedia, un développeur de logiciels multimédia. Toutes ces personnes sont des Canadiens d'origine. Il y a de nombreuses histoires comme celle-ci, et il faut que l'on examine cette perte de nos grands cerveaux. (V. Lobo, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)

C. Contexte culturel du milieu des affaires et éducation

Plusieurs témoins ont fait remarquer au Comité que le contexte culturel du milieu des affaires au Canada est très différent de celui des États-Unis. Les Canadiens ont tendance à adopter une attitude négative à l'égard du milieu des affaires et du profit. M. John Cranston et M. Brien Gray ont dit au Comité ce qui suit :

> *Au Canada, nous avons une attitude vraiment négative vis-à-vis du milieu des affaires. Pour la plus grande partie de la population, les affaires ont une connotation négative. Nous en sommes tous tributaires, mais c'est un secteur qui a mauvaise presse (J. Cranston, Témoignages, 36^e législature, 1^re session, fascicule 50.)*

> *Au Canada, nous avons un problème culturel. Historiquement, les États-Unis ont toujours célébré la libre entreprise et leurs entrepreneurs. J'ai remarqué un changement exceptionnel au Québec lorsque les pages couvertures des magazines ne montraient plus des politiciens ou l'archevêque, mais se sont mises à vanter les entrepreneurs.*

> *Le reste du pays n'a pas adopté cette habitude. Au Canada, nous avons tendance à dénigrer notre classe d'affaires plutôt qu'à la valoriseR. Je ne fais pas seulement allusion au rôle que nous jouons ou à celui des médias, mais aussi au rôle des dirigeants politiques. Ils doivent reconnaître et comprendre l'importance de l'équation de l'entreprise, c'est-à-dire sa contribution à l'économie et sa capacité à apporter toutes sortes d'autres bienfaits à la société. Nous disons souvent que le meilleur programme social est un emploi et que, si vous contraignez la création de richesse et d'emplois, alors vous ne pouvez progresser en aucune manière. (B. Gray, Témoignages, 36^e législature, 1^re session, fascicule 50.)*

Selon M. Cranston, enseignants et journalistes ne connaissent pas les principes fondamentaux de l'économie ni ce qu'est une entreprise. « Comment peuvent-ils aider leurs étudiants, leurs lecteurs et leurs auditeurs à mieux comprendre les questions économiques qu'ils ne comprennent pas eux-mêmes? Ce manque de connaissances engendre la suspicion, parce qu'on se méfie toujours de ce qu'on ne comprend pas. » (*J. Cranston, Témoignages, 36^e législature, 1^re session, fascicule 50.*) Quand on ne sait pas comment fonctionne une entreprise, on ne peut pas comprendre. « Cela les amène par ailleurs à se tourner vers le gouvernement pour trouver des solutions dans des secteurs où le gouvernement n'a pas sa place » (*J. Cranston, Témoignages, 36^e législature, 1^re session, fascicule 50.*)

Par ailleurs, M. Gordon Sharwood a parlé au Comité des lacunes des programmes de gestion des affaires des universités canadiennes :

> *Du côté universitaire, nous constatons qu'en ce qui a trait à la planification on ne met pas l'accent sur l'esprit d'entreprise; il me semble que Brien Gray a déjà parlé des écoles commerciales qui se sont fait connaître pour avoir mis l'accent sur le secteur autre que celui de l'entreprise. Personne n'enseigne comment dresser un plan d'entreprise pour assurer un*

financement par actions. Aucun des établissements d'enseignement que nous connaissons -- je pense que celui de Queen's s'y met à peine -- n'enseigne comment dresser un plan d'entreprise pour recueillir un financement par actions, ce qui est bien autre chose que de dresser un plan pour s'endetter. (G. Sharwood, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)

M. Loudon Owen a mentionné que les entrepreneurs qui en sont à leur première expérience et qui sont en quête de capitaux sont parfois mal informés des moyens de se les procurer. Il s'agit d'une préoccupation dont de nombreux autres témoins se sont fait l'écho.

Le Comité est fermement convaincu que notre réussite économique en tant que nation est directement liée aux succès de nos entreprises. Pour cela il faut plusieurs facteurs clés : entrepreunariat, jeu de compétences comportant expérience et expertise en gestion, en ventes et en commercialisation, engagement vis-à-vis du perfectionnement et de l'apprentissage continu et culture de l'entreprise adéquate. Estimant que certaines de ces qualités sont innées et d'autres acquises, le comité recommande :

Que le gouvernement fédéral étudie des moyens d'encourager le perfectionnement des compétences et l'apprentissage continu parmi les gestionnaires et entrepreneurs canadiens. Ces incitatifs doivent reconnaître les besoins et les défis particuliers qui se posent à ces Canadiens séparément des efforts plus généraux que le gouvernement déploie en ce sens.

VII. Conclusion

La progression de la mondialisation et les avancées de la technologie et des communications conduisent à des changements structurels fondamentaux dans les économies du monde. Il se crée ainsi toutes sortes de nouvelles possibilités. La plupart des pays ont reconnu l'immense potentiel que représente la nouvelle économie du savoir pour la richesse, le niveau de vie et la qualité de l'emploi de leurs citoyens et prennent les mesures voulues pour en tirer avantage.

Même si nous ne savons pas ce que l'avenir nous réserve, le Canada semble certainement en bonne position pour bénéficier de ces avantages. Le Canada est une petite économie ouverte qui possède un réservoir de nombreux talents et de richesse. Soixante-sept universités et collèges produisent plus de 25 000 diplômés par an en mathématiques, en génie et en sciences pures et appliquées. Le Canada a beaucoup à offrir dans la nouvelle économie mondiale qui est en train de naître. Il a aussi beaucoup à perdre en raison de la mobilité croissante des ressources. Si le Canada n'est pas un endroit suffisamment attirant pour ces ressources, elles iront ailleurs.

> *La technologie et la mondialisation des marchés ensemble sont en train de créer un nouveau monde. De plus en plus d'entreprises canadiennes, constate-t-on, déménagent aux États-Unis si les capitaux sont disponibles là-bas. … Les marchés financiers du monde changent rapidement. Et les petites entreprises vont ressentir certains de ces changements (J. Oliver, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 46.)*

Dans le contexte de la nouvelle économie et de l'expansion des marchés mondiaux, le potentiel de croissance économique est énorme. Les pays qui réussiront le mieux seront sans aucun doute ceux qui auront la capacité de voir plus loin, de repérer les nouvelles tendances et d'en tirer profit avant leurs concurrents. Le Comité croit que le prochain défi que doit relever le Canada est l'établissement d'un climat favorable au financement par actions dans un marché solide et durable, structurellement adapté à la croissance et au financement des activités entrepreneuriales. La mise en œuvre des recommandations contenues dans le présent rapport devrait contribuer à l'établissement d'un tel climat.

ADDENDUM

Tables rondes de Chicago sur le financement par actions des petites entreprises

Résumé des témoignages

Le gouvernement et les associations

Le financement par capital de risque est une activité en plein essor dans l'État de l'Illinois. Au cours des 12 derniers mois, le volume de capital de risque investi dans cet État a augmenté de 850 % passant de 63,17 millions au premier trimestre de 1999 à 600 millions de dollars au cours de la même période de 2000 [David Weinstein]. Le Comité a appris qu'il y a en fait plus de capital de risque que de projets menés grâce à ce type de financement [David Weinstein].

Il s'est produit au cours des trois dernières années un tournant décisif. La région aurait perdu tout son secteur du savoir à forte croissance sans l'intervention de la collectivité et du gouvernement [Candace Renwall].

Pour créer ce climat d'investissement dynamique et autosuffisant pour le capital de risque, il faut à une région :

(i) une infrastructure fondée sur la technologie;

(ii) un réseau financier solide;

(iii) un groupe d'investisseurs providentiels actifs;

(iv) la volonté de l'État d'appuyer l'entrepreneuriat;

(v) de généreux encouragements fiscaux [Shayne Mandle].

L'État a pour principal rôle de faire montre de leadership fort, d'investir dans l'infrastructure, la recherche et le développement et le système éducatif. En règle générale, son but est de donner aux entreprises les meilleures chances de prospérité [Shayne Mandle].

Attirer les entreprises technologiques

1. Créer un climat concurrentiel

À l'échelle de l'État, il est capital de créer un climat concurrentiel pour les entreprises et les financiers et, pour ce faire, il faut :

- mettre en place des programmes visant à accroître l'accès des entreprises à un bassin de main-d'œuvre important. Le gouvernement de l'État prévoit des crédits d'impôt pour la R et D, des subventions et des bourses et de l'aide financière visant à former les chômeurs [Mary Reynolds].

- encourager fiscalement les entreprises axées sur la technologie. L'objectif est de donner à ces entreprises un avantage concurrentiel. [Mary Reynolds].

- Alléger considérablement le fardeau financier lié à la soumission de formulaires complexes et à d'autres formes de bureaucratie pour les petites entreprises [Mary Reynolds].

- Promouvoir les associations commerciales liées à la technologie. Ces associations peuvent promouvoir des politiques gouvernementales en constituant un point de contact avec le secteur de la technologie [David Weinstein]. Elles aident également les jeunes entreprises en organisant des conférences, en suscitant l'intérêt du public et en établissant des réseaux parmi la communauté des investisseurs providentiels. Elles peuvent également jouer un rôle éducatif [Candace Renwall]. La Illinois Coalition en est un bon exemple. Cette association à but non lucratif a relié tous les maillons : gouvernements (de tous ordres), départements de recherche universitaires et branches d'activité. Tous ces participants agissent de concert pour mettre sur pied des plans stratégiques qui sont ensuite présentés aux gouvernements [Shayne Mandle].

2. *Constituer des groupes axés sur la technologie (écosystèmes)*

La ville de Chicago a eu pour rôle de créer un « écosystème » propice à son développement technologique. En créant un climat dynamique et viable pour les entreprises en démarrage, la ville a encouragé les entreprises de haute technologie à s'implanter à Chicago et les investisseurs à investir dans les entreprises locales. Pour ce faire, elle a :

- utilisé les fonds publics pour assurer des immeubles aux jeunes entreprises prometteuses. Par exemple, Ethnic Grocer a dû fournir un nantissement de 2 millions de dollars pour s'assurer des installations convenables, ce qui lui aurait été impossible sans l'aide de la ville. Il faut souligner que la ville récupère ses investissements si les entreprises qu'elle aide deviennent prospères [Jim Dispensa, Katherine Gehl].

- changé les codes du bâtiment lorsqu'ils contrariaient la construction de méga-projets immobiliers de haute technologie [Jim Dispensa, Katherine Gehl].

- fourni une alimentation en électricité adéquate. Les cyber-entreprises ont besoin d'une excellente alimentation en électricité et d'un système de secours en cas de panne [Jim Dispensa, Katherine Gehl].

- converti des usines désaffectées en installations modernes pour les sociétés à forte croissance [Jim Dispensa, Katherine Gehl]. Ces usines sont attrayantes, car, étant très spacieuses, elles permettent d'y aménager des gymnases ou autres salles récréatives, ce qui

est de plus en plus courant dans le secteur de la haute technologie (en raison des longues heures de travail.)

Leadership et commercialisation par le gouvernement

Le gouvernement a pour rôle principal de faire montre de leadership [Shayne Mandle]. Par exemple, le gouverneur George H. Ryan a fait savoir aux entrepreneurs et aux investisseurs qu'il était très intéressé par la croissance et la prospérité de l'industrie de haute technologie locale [Mary Reynolds]. La commercialisation est également cruciale. Selon la Illinois Coalition, une bonne commercialisation des programmes en place et l'engagement de la ville ont été au cœur du succès de la ville de Chicago. Il est donc toujours nécessaire de réunir des statistiques détaillées sur le secteur puis de s'en servir comme outil de commercialisation [Candace Renwall]. Récemment, l'État de l'Illinois a mis sur pied un programme de commercialisation de 20 millions de dollars qui rehaussera le rôle de l'État dans la nouvelle économie et attirera de nouvelles entreprises et de nouveaux investisseurs [Mary Reynolds].

Attirer des capitaux

L'État de l'Illinois a très bien réussi à attirer des capitaux en tout début de projet. De nouveau, le fait que les gouvernements et les associations aient travaillé de concert pour faciliter la croissance des entreprises de haute technologie, ainsi qu'une bonne stratégie de communication et de commercialisation ont permis d'attirer l'attention des fournisseurs de capital de risque sur la région. D'autres facteurs sont également entrés en ligne de compte :

- Le climat fiscal favorable aux investissements dans de petites entreprises de haute technologie a joué un rôle important dans le succès de la région [David Weinstein].

- Les entreprises commerciales sans but lucratif, comme la *Illinois Coalition*, ont beaucoup contribué à l'établissement de réseaux d'investisseurs providentiels. Cette coalition a lancé plusieurs programmes visant à répondre aux besoins en capitaux de lancement et aux besoins des toutes nouvelles entreprises de technologie à l'échelle de l'État. Ces programmes comprennent un fonds de capital de risque pour le démarrage d'entreprises et un réseau de référence et de co-financement auquel participent quelque 250 investisseurs providentiels. Le rôle de la Illinois Coalition est de créer un consortium si bien que les entrepreneurs qui s'adressent à elle avec l'intention d'obtenir des capitaux initiaux peuvent présenter leur activité à un groupe d'investisseurs providentiels, lesquels choisiront alors d'investir ou non. En règle générale, les investisseurs providentiels

demandent une participation en capital de 20 % [Shayne Mandle]. Enfin, la Coalition est également l'opérateur de réseau local pour ACE-Net.

- La ville de Chicago a établi un fonds de capital de risque public, dont les résultats n'ont toutefois pas été convaincants, du fait principalement du manque de concurrence émanant d'autres fonds du même type [David Weinstein].

- Il existe des moyens par lesquels le secteur bancaire peut contribuer de façon significative au financement des projets de technologie. Par exemple, les programmes de dépôt lié (programme d'État dans le cadre duquel des fonds sont déposés dans des banques et rémunérés à des taux inférieurs au taux du marché à la condition que les banques utilisent ces fonds pour consentir des prêts qui encouragent le développement économique) ont remporté un certain succès [David Weinstein].

Investisseurs providentiels et sociétés d'investissement en capital de risque

Aux États-Unis, les investisseurs providentiels financent activement les entreprises qui démarrent. Selon le magazine *Forbes*, ils ont ainsi placé plus de 50 milliards de dollars en 1997 seulement. La Small Business Administration (SBA) américaine a déclaré qu'en juin 1996 le nombre d'investisseurs providentiels était estimé au bas mot à 250 000 et qu'ils investissaient dans plus de 30 000 entreprises.

« Il y a eu une révolution spectaculaire. La formation du capital se produit désormais au niveau des très petites entreprises » [William Lederer]. Ce sont les petites entreprises qui ont créé la presque totalité des nouveaux emplois, en termes nets, aux États-Unis depuis la récession de 1991. Les investisseurs providentiels jouent un rôle crucial dans la chaîne qui va des très petites nouvelles entreprises aux compagnies cotées en bourse, parce qu'ils se trouvent en tête du processus financier. Les entreprises disposant d'un capital initial suffisant sont plus susceptibles d'obtenir du capital de risque et un financement public très rapidement, ce qui leur assurera une expansion très rapide. La plupart des entreprises qui sont sous-financées au départ sont, en revanche, généralement incapables de prospérer suffisamment vite et de passer au niveau suivant de financement par capital de risque.

Les investisseurs providentiels

- Les investisseurs providentiels fonctionnent en réseaux locaux (clubs sociaux, groupes, etc.). Ils se rencontrent tous les trois ou quatre mois pour s'informer des entreprises où investir et les sélectionner. Ceux que le comité a rencontrés font partie d'un groupe de 30 à 40 [Steve Miller et Mark Glennon].
- Le taux de succès des investisseurs providentiels est excellent [Steve Miller].
- En règle générale, les investisseurs providentiels opèrent à proximité de leur lieu d'établissement (dans un rayon de 100 milles) [Mark Glennon].
- Le moment de se départir d'un investissement est un facteur crucial [Mark Glennon].

- La décision définitive d'investir se fait essentiellement en fonction d'éléments non tangibles (par opposition aux facteurs tangibles comme les projections de vente et les évaluations) [Bob Geras].

- Au moment d'évaluer un projet, les principaux facteurs qui entrent en ligne de compte sont :

  (i) la source du tuyau;

  (ii) les antécédents des entrepreneurs;

  (iii) le potentiel de vente et de commercialisation;

  (iv) les antécédents de l'entreprise;

  (v) le potentiel de l'équipe de gestion;

  (vi) l'évaluation de l'entreprise [Bob Geras].

Le capital de risque

- Aux États-Unis, les fournisseurs de capital de risque investissent en moyenne 15 millions de dollars par transaction.

- Les sociétés de capital de risque investissent en premier lieu dans de bonnes équipes de gestion, c'est-à-dire des gestionnaires qui jouissent d'un grand bassin de relations et de contacts et ont une bonne connaissance et une grande expérience du marché [Chip Ruth]. Il est difficile de trouver des gestionnaires ayant une expérience intéressante [Michael Gray]. Par exemple, selon Chip Ruth, il a été impossible d'embaucher à Chicago des gestionnaires de haut calibre. Il a toutefois également mentionné que, les États-Unis ayant un régime fiscal avantageux pour les plans d'achat d'actions (par rapport aux salaires et aux traitements, par exemple), il est plus facile d'attirer et d'embaucher de bonnes recrues.

- Les principales sociétés de capital de risque sont les fonds de retraite et d'autres fonds institutionnels, car ils ont un avantage fiscal [Chip Ruth].

- Les sociétés de capital de risque investissent en règle générale à l'étape de l'expansion ou de la commercialisation et diffusion en masse du produit. Elles s'intéressent de préférence aux sociétés qui ont des visées internationales et peuvent prétendre à un marché important.

Commentaires sur le Canada

Le Canada est perçu comme un pays présentant d'excellentes possibilités commerciales liées à la technologie. Par exemple, certains participants ont déjà fait affaire au Canada ou y ont pensé. De plus, au cours de la Chicago Venture Capital Conference de l'an dernier, 10 des 35 compagnies présentes étaient canadiennes [Steve Miller]. Cela signifie que le Canada est dans le peloton de tête en matière de développement des technologies et que de nombreux investisseurs le savent.

Toutefois, plusieurs barrières à l'investissement au Canada ont été signalées. « Tout d'abord, le Canada aura du mal à attirer les investisseurs américains » [Bob Geras] en raison du niveau beaucoup plus faible de liquidité et d'activité des marchés de capitaux canadiens. Il s'ensuit que la rentabilité des retraits d'investissement aux États-Unis est beaucoup plus forte et que le moment de se retirer arrive plus vite. Aux États-Unis, le capital de risque est littéralement tiré par le marché des placements initiaux [Bob Geras]. Mark Koulogeorge et Chip Ruth ont également mentionné le manque de liquidité des marchés de capitaux canadiens comme un facteur décourageant les investissements dans notre pays.

Un autre obstacle vient de ce que les investisseurs doivent composer avec une législation différente [Bob Geras]. Cela est d'autant plus vrai que les règles canadiennes sont complexes, ce qui signifie souvent des coûts juridiques élevés.

De nombreux participants ont indiqué au Comité que le Canada doit faire preuve de créativité pour attirer les investisseurs. Il doit instaurer un climat propice au financement des activités des entreprises, ce qui signifie :

- un contexte fiscalement avantageux pour les investisseurs providentiels;
- alléger le fardeau de la réglementation touchant ces investissements. Un participant a mentionné que la règle du seuil minimal de 150 000 $ en Ontario a motivé en partie sa décision de ne pas investir à Toronto;
- créer de nouvelles mesures incitatives pour les investisseurs et s'investir dans la croissance des petites entreprises;
- établir des réseaux locaux d'investisseurs providentiels.

Pour Mark Koulogeorge, les problèmes que connaît le Canada en matière de financement des petites entreprises sont des symptômes qui peuvent être éliminés en créant un climat propice à la création de richesse. Si le Canada devient un endroit où l'argent peut « pousser » et où les investisseurs peuvent s'enrichir le reste suivra. Actuellement, le Canada n'est pas pour les investisseurs un endroit où ils peuvent gagner de l'argent; or il faut laisser la possibilité aux gens de s'enrichir. [Chip Ruth]

Selon Mark Koulogeorge, le Canada ne peut pas avoir une masse critique d'investisseurs si son régime fiscal est désavantageux et s'il ne présente pas de possibilités d'affaires. Pour

attirer les investisseurs étrangers, le Canada doit abattre les barrières qui entravent les flux de capitaux. Le capital est la ressource la plus fluide et a tendance à aller où il peut connaître la plus grande expansion. William Lederer a également évoqué l'exode des capitaux comme une grande difficulté pour l'avenir du Canada. Selon Anton Simunovic, les Canadiens comme lui, qui se sont installés aux États-Unis en quête de défis et d'occasions, ne réinvestiront plus dans l'économie canadienne même s'ils se réinstallent au pays.

D'après un autre participant, le montant de capital de risque dont dispose une jeune entreprise canadienne est très inférieur à ce que son homologue américain recevrait. Les entreprises canadiennes sont donc défavorisées par rapport à leurs concurrentes américaines [William Lederer]. Au Canada, les plans stratégiques s'adressent la plupart du temps à de grandes banques d'investissement, alors qu'aux États-Unis ils s'adressent à des sociétés indépendantes de capital de risque [Anton Simunovic].

On estime en règle générale que les Canadiens n'aiment pas prendre des risques sur les marché des capitaux et ne sont pas attirés par les primes dont la prise de risque s'accompagne. Les entrepreneurs américains osent beaucoup plus. « Et le Canada n'a pas pour tradition de fêter ses gagnants « [William Lederer].

Enfin, les sociétés d'investissement en capital de risque s'intéressent aux canaux de distribution importants et aux marchés d'envergure. Le Canada n'a pas de partenaires de fort calibre ni de hauts gestionnaires dotés d'une vision mondiale et disposés à s'emparer des marchés américains et mondiaux [Mark Koulogeorge et Anton Simunovic]. Il y a de plus la question géographique, les investisseurs préfèrant investir à proximité.

Mesures gouvernementales et Small Business Administration (SBA)

Le rôle de la SBA est de découvrir la législation qui entrave la croissance des petites entreprises et de la modifier [Terry Bibbens].

La SBA a créé le ACE-Net (Angel Capital Electronic Network), grâce auquel les entrepreneurs peuvent avoir accès à un réseau national d'investisseurs providentiels par Internet. Depuis sa création en 1996, ACE-Net a prospéré, bien qu'il ne soit pas aussi utile que les réseaux locaux [Terry Bibbens].

Une des grands défis que ACE-Net a cherché à relever a été de faire campagne en faveur d'une harmonisation des lois relatives aux valeurs mobilières des États. Ces campagnes ont donné lieu à la mise sur pied par la *North American Securities Administrators Association* (NASAA) d'un Model *Accredited Investor Exemption* pour ACE-Net en 1997, modèle qui a été adopté par 40 États. La NASAA comprend le Canada et le Mexique. ACE-Net fonctionne actuellement dans 46 États [Terry Bibbens].

Dans le cadre de ce Model Accredited Investor Exemption, les entrepreneurs peuvent lever jusqu'à un million de dollars sur douze mois, sans avoir à divulguer quelque renseignement que ce soit, en n'étant assujetti qu'à de rares restrictions en matière de sollicitation et de

revente et sans qu'il n'y ait de limite quant au nombre d'investisseurs. Toutefois, les titres ne doivent être vendus qu'à des *investisseurs accrédités* (personne dont la valeur nette dépasse le million de dollars ou dont le revenu est supérieur à 200 000 $ — à 300 000 $ avec le conjoint — ou à des investisseurs institutionnels comme les banques, des courtiers ou maisons de courtage, des sociétés d'assurances, des sociétés de placement, des Small Business Investment Company agréées par la SBA ou d'autres fonds de placements.) Aucun montant minimal d'achat n'est exigé.

ACE-Net propose aux entrepreneurs qui souhaitent faire partie de ce réseau la possibilité de remplir une formule abrégée. Celle-ci contient un sous-ensemble de questions qui visent à obtenir des renseignements essentiels sur la compagnie. Ce formulaire s'ajoute au Model Accredited Investor Exemption ou à l'exemption plus conventionnelle prévue au Règlement D, règle 504.

Enfin, le gouvernement américain a instauré en 1997 une exemption de 50 % à l'égard du taux d'imposition des gains en capital pour les investissements dans des petites entreprises détenus pendant plus de cinq ans (roulement exonéré d'impôts illimité.) De plus, le taux d'imposition général des gains en capital a été abaissé à 20 %. Ces deux mesures ont littéralement attisé le secteur du capital de risque [Terry Bibbens et Chip Ruth].

Directeurs de pépinières d'entreprises

Le Comité a entendu les témoignages de représentants de pépinières d'entreprises oeuvrant dans la région de Chicago. Elles ont chacune leur mode de fonctionnement distinct, que ce soit pour ce qui est du stade de développement des entreprises qu'elles cherchent à encourager ou de leur source de financement et de revenu.

La période pré-incubation :

The Technology Commercialization Laboratory (Ann Hammersla)

Le *Technology Commercialization Laboratory* (TCL) s'attache au transfert des technologies, c'est-à-dire à la R et D liée aux applications commerciales découlant de celle effectuée dans les universités et financée par le gouvernement. Il s'agit d'une initiative de l'Université de l'Illinois. Ce laboratoire a pour mission de créer un climat qui attire les entrepreneurs et les aide et les encourage à commercialiser des technologies créées à cette université; il cherche également à stimuler le développement économique à l'université, au niveau de la communauté et dans tout l'État.

Les participants au TCL doivent mener des activités de R et D menant à la commercialisation de la technologie. Une fois la phase R et D d'un projet achevée, les participants quittent le TCL et cherchent d'autres établissements, comme des pépinières.

Ann Hammersla a ajouté que l'appui des universités aux jeunes entreprises de technologie donne un coup de fouet important au développement économique local. En fait, 77 % des nouvelles entreprises sont situées près de l'université.

Pépinières aidées par le gouvernement :

Le Evanston Business and Technology Incubator (Thomas Parkinson)

Le Evanston Business and Technology Incubator (EBTI) est issu de l'Université Northwestern et du parc d'instituts de recherche de la ville d'Evanston. Par conséquent, il

est en mesure de tirer parti de certains des programmes de développement offerts par ce dernier au lieu d'avoir à les créer. Il a ainsi pu se concentrer sur la création de locaux ou d'infrastructure physique pour relier les clients à ces programmes existants. Au départ, le EBTI disposait de 2 000 pieds carrés de locaux, puis de 50 000.

Il offre, entre autres services, des locaux adaptables à des tarifs élevés, une gamme de services commerciaux, l'accès à des capitaux de lancement (prêts de la ville et la Evanston Business Investment Corporation de Thomas Parkinson), du mentorat et des services de réseau. La nature de l'approche en matière de réseau qui est utilisée est particulièrement importante. La pépinière encourage l'établissement de liens entre les entreprises qu'elle pousse et celles qui se trouvent dans le parc de recherche ainsi qu'entre les premières et fait profiter le réseau des contacts que ces entreprises ont. Les locataires de la pépinière peuvent nouer des liens avec les « diplômés » de la pépinière ainsi qu'avec les contacts de ces derniers, ce qui fournit un tremplin.

Les critères en matière d'entrée et de retrait sont très subjectifs et dépendent en fait de la compatibilité entre les services de pépinière offerts et les besoins des clients. Il s'agit davantage de chercher à établir la nature de l'entreprise ou la technologie que le demandeur cherche à développer et la compatibilité de l'établissement.

Cette pépinière n'est pas à but lucratif. Le EBTI n'accepte pas de fonds des compagnies clientes, et fait essentiellement office de bailleur. Il s'intéresse aux nouvelles entreprises jusqu'à ce qu'elles comptent de 15 à 20 employés. Le taux de succès des entreprises ayant passé par cette pépinière va de 75 à 80 %.

Pépinière axée sur le marché : Dotspot Divine

(Rick Powell, Mike Jasso et Jim Bower)

Dotspot Divine construit, commercialise et gère des installations (soit un million environ de pieds carrés) de manière à tirer le maximum de profit de la croissance des sociétés associées et des entreprises non affiliées. Équipées d'une infrastructure en télécommunications et en technologie de l'information d'excellente qualité, ces installations fournissent aux compagnies associées un moyen rentable, pour ce qui est du coût et du temps, de s'établir. Ces installations comprennent des aménagements qui peuvent comprendre des garderies, des clubs de sports, des bureaux situés dans des hôtels, de la vidéoconférence, des activités particulières et des services de restauration.

Dotspot Divine est une filiale de Divine Interventures (société de Chicago fournissant du capital de risque.) C'est une société à but non lucratif qui prend une participation en capital dans les sociétés pour lesquelles elle est une pépinière. Sa première préoccupation est de fournir des locaux de la plus haute qualité à ses clients et de créer un climat attrayant pour les entreprises axées sur la technologie. En second lieu, elle prend soin de toutes les activités dans lesquelles ses clientes sont novices.

L'après-pépinière :

Andersen Consulting Dot-com Launch Centers (Bill Shipley)

Andersen Consulting Dot-com Launch Centers fournit une expertise en matière de gestion, de commercialisation, de finance, d'administration et de technologie aux nouvelles compagnies axées sur le commerce électronique et à leurs dérivées pour les aider à devenir viables et prospères. Contrairement à une pépinière conventionnelle, qui travaille en règle générale avec les entreprises au moment de leur création, les Andersen Consulting Dot-com Launch Centers traitent avec les cyberentreprises qui disposent déjà d'une aide financière et d'une direction.

Il existe 17 Launch Centers dans différentes villes du monde (en Amérique, en Europe, en Afrique et en Asie.) Celui de Chicago s'occupe de 38 entreprises, et ce de diverses façons, notamment pour ce qui est du développement de la technologie; les entreprises bénéficient aussi de conseils en matière fiscale, en commercialisation et administration, par ex., grâce à Andersen Consulting, entreprise qui gère un fonds de capital de risque dont les entreprises clientes peuvent bénéficier.

Andersen Consulting a déclaré qu'il touchera 1,2 milliard de dollars d'actions sur trois ans des nouvelles entreprises en dédommagement partiel de ses services.

Entreprises bénéficiant du financement des jeunes entreprises

Circle Group Internet (Greg Halpern)

- Circle Group Internet (CGI) est une société de développement des entreprises multiservice axée sur la croissance des compagnies de technologie avant placement initial. Elle s'adresse essentiellement aux compagnies qui lèvent du capital par un appel public à l'épargne (APE) direct. Elle offre également des services liés à la technologie, à Internet, à la gestion et à la commercialisation.

Nota : L'appel public à l'épargne (APE) direct est la plus récente méthode d'obtention de capitaux aux États-Unis. Ceci se fait communément par Internet. Les actions (non échangeables en pratique) sont vendues directement à des investisseurs accrédités, hors de la supervision du marché boursier. Les APE directs soulèvent un certain nombre de questions relatives à la réglementation par des organes fédéraux et les États. À cet égard, Greg Halpern a déploré le fait que la réglementation relative aux APE directs se resserre, ce qui rend plus difficile le lancement de telles interventions aux États-Unis. En outre, le niveau d'acceptation des APE directs par les investisseurs est toujours inconnu. Pour toutes ces raisons, elles sont entourées d'un fort degré d'incertitude.

- CGI a mené un APE direct de juin 1998 à janvier 1999. Elle a obtenu 2,5 millions de dollars dans une offre obéissant au Règlement A en passant exclusivement par Internet. Elle est ainsi devenue la première entreprise à procéder à une émission directe d'actions par Internet sans l'aide d'une société d'investissement de capital de risque ou d'un banquier d'investissement. En règle générale, chaque investisseur donne de 10 à 40 000 $ à la compagnie.

- Dernièrement, CGI a eu pour client une entreprise canadienne qui désirait lancer un APE direct au Canada – copie d'un APE direct de CGI aux États-Unis. Cette entreprise n'a pu donner suite à son projet car la législation canadienne en matière de valeurs immobilières l'en a empêché. Le principal obstacle venait du seuil minimum d'investissement (entre 97 000 et 150 000 $) exigé par les lois provinciales.

- Aux États-Unis, CGI a organisé des émissions directes par Internet pour d'autres entreprises également. La plupart du temps, les investisseurs qui ont acheté des actions dans les compagnies étaient généralement des utilisateurs de la technologie des compagnies offrant les actions. En échange de ces services, CGI obtient une participation au capital de 4 % dans la compagnie cliente.

Coolsavings.com (Steven M. Golden)

- Coolsavings.com est un site Web où des annonceurs peuvent offrir toutes sortes d'économies (coupons imprimés et électroniques, courrier électronique personnalisé, primes de fidélité, bulletins divers, rabais, échantillons, avis de soldes, bons-cadeaux, etc.) à des groupes ciblés d'adhérents qui ont enregistré leur profil démographique sur coolsavings.com.

- Au départ, l'entreprise a obtenu de 10 à 15 millions de dollars d'investisseurs providentiels. Elle s'était adressée auparavant à des sociétés d'investissement en capital de risque qui, selon Steven Golden, demandaient une participation au capital trop importante.

- L'entreprise, Interactive Coupon Marketing Group, a été rebaptisée CoolSavings.com en novembre dernier après un deuxième financement de Lend Lease, une société basée en Australie; celle-ci a investi 18,5 millions de dollars en échange d'une participation de 30 % et d'un siège au conseil d'administration.

- Aujourd'hui, l'entreprise établit des alliances stratégiques avec ses grands clients (annonceurs) comme Visa. Ces derniers ont également investi dans l'entreprise.

Perceptual Robotics (Paul Cooper)

- Perceptual Robotics a mis au point une technologie d'imagerie par Web avec laquelle les utilisateurs interagissent avec des caméras télérobotiques pour visionner ce qu'ils veulent, comme s'ils étaient présents. Avec le logiciel TrueLook, ils peuvent se trouver au même endroit en même temps, selon la largeur de bande du réseau.

- Fondée par Paul Cooper, un Canadien, qui a enseigné à la Northwestern University.

- Le gouvernement a joué un grand rôle dans sa formation, à chaque étape.

- La compagnie a reçu au départ une subvention au titre du Small Business Innovation Research (SBIR) du gouvernement fédéral.

Nota : Le SBIR est un programme fédéral d'une valeur de 1 milliard de dollars qui finance la commercialisation de R et D et de technologie. Il a été créé pour donner aux petites entreprises accès à la R et D fédérale et pour accélérer la conversion de leurs découvertes en produits commerciaux.

- Encouragée par la pépinière Evanston Business and Technology Incubator, elle a reçu 500 000 $ d'investisseurs providentiels contre une participation de 5 à 10 %.

- Dans la seconde vague de financement, elle a reçu de 2 à 3 millions de dollars d'investisseurs providentiels, puis du financement de InterVenture et Motorola.

Ethnic Grocer (Parry Singh)

- Ethnic Grocer vend des aliments et des ingrédients ethniques par Internet.

- Après avoir obtenu un investissement de 1 million de dollars des fondateurs, Ethnic Grocer a reçu de KB Partners, société d'investissement en capital de risque, 2 millions de dollars en échange de quoi elle lui a consenti une participation de 33 %.

- Lors de la seconde vague de financement, la société a reçu 12,5 millions de dollars de sociétés de capital de risque de la Silicon Valley (Kleiner Perkins Caulfield & Byers and Benchmark Capital.)

- La compagnie a bénéficié de modalités de location avantageuses de la part de la ville de Chicago de manière à pouvoir occuper des locaux dans l'une des installations de haute technologie de la ville. Cette dernière a libéré 2,47 millions de dollars pour la compagnie. Ces sommes seront bloquées pendant un maximum de deux ans. Si EthnicGrocer.com prospère comme prévu, la ville les récupèrera.

TÉMOINS

Nom de l'organisme ou du témoin

Date de comparution et numéro du fascicule

Alberta Capital Market Foundation :
M. John Cranston, président (Ottawa, 27 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)

Andersen Consulting :
M. Bill Shipley, directeur de l'expansion des entreprises (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature,2e session.)

Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières :
M. Joseph Oliver, président, (Ottawa, 4 mars 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 46.)

Association of Labour Sponsored Investment Funds :
M. Dale Patterson, directeur exécutif;
M. Calvin Stiller, directeur général, Canadian Medical Discoveries Fund Inc.;
M. Ken Delaney, président-directeur général, First Ontario Fund;
M. Michael Steplock, président-directeur général, Retrocom Growth Fund (Ottawa, 28 novembre 2001, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 25.)

Banque de développement du Canada :
M. Michel Ré, premier vice-président, marchés émergents;et
Mme Mary Grover-LeBlanc (Ottawa, 18 mars 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 47.)

Banque de Montréal, Corporation d'investissement en capital :
M. David Pakrul, premier vice-président, Banque de Montréal (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

Banque de Nouvelle-Écosse :
M. Rod Reynolds, président et chef de la direction, RoyNat Inc. (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

Banque royale, La Corporation Placements :
M. Jacques Sayegh, président et chef de la direction (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

Blue Meteor, Inc. :
M. David Weinstein, chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Bourse de Vancouver :
M. Michael Johnson, président (Ottawa, 13 mai 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 52)

Bureau du gouverneur George H. Ryan, État de l'Illinois :
Mme Mary Reynolds, directrice de la technologie (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Canadian Venture Capital Association :
M. John Eckert, président; et
M. John Bradlow, directeur et président du comité de la politique publique (Ottawa, 21 novembre 2001, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 21.)

Capital Alliance Ventures Inc. :
M. Denzil Doyle (Ottawa, 27 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50 et 17 octobre 2001, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 19.)

CastleHill Ventures :
M. Barrie Laver, associé directeur général (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)

Ville de Chicago :
M. Jim Dispensa, sous-commissaire, Département de la planification et de l'aménagement; et
M. Dan Lyne, adjoint au maire (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Chicago Software Association :
Mme Candace Renwall, directrice exécutive (mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Chicago Technology Park & Research Center :
M. Jim Peters, coordonnateur du centre de recherche (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

CIBC Capital Partners :
M. Ian Kidson, directeur exécutif (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

Circle Group Internet :
M. Greg J. Halpern, chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Commissions des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et de l'Alberta :
M. Douglas M. Hyndman, président, Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique; et
M. William L. Hess, président, Commission des valeurs mobilières de l'Alberta (Ottawa, par vidéoconférence, 23 mars 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 48.)

Coolsavings.com, Inc. :
M. Steven M. Golden, président et chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Crocus Investment Fund :
M. Doug Davison, premier vice-président (Ottawa, 7 novembre 2001, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 22.)

Divine InterVentures :
M. Anton Simunovic, associé directeur général; et
M. Michael Gray, associé (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session).

DotSpot Divine :
M. Rick Powell, président et directeur général;
M. Mike Jasso; et
M. Jim Bower, directeur de l'immobilier (mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Epigraph, Inc. :
M. Josh Schneider, chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Ethnic Grocer, Inc. :
M. Parry Singh, président et chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Evanston Business Investment Corporation :
M. Thomas E. Parkinson, directeur exécutif (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Fédération canadienne de l'entreprise indépendante :
M. Brien Gray, premier vice-président, politique législative (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)

First Analysis Venture Capital :
M. Mark Koulogeorge, directeur général (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Fonds de solidarité FTQ :
M. Fernand Daoust, conseiller spécial auprès du président;
M. Maurice Prud'homme, vice-président de groupe aux participations; et
M. Guy Versailles, vice-président, Communications, marketing et relations publiques (Ottawa, 28 novembre 2001, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 25.)

Growth Works Ltd, Vancouver (Working Opportunity Fund) :
M. David Levy, président et chef de la direction; et
M. Murray Munro, premier vice-président, Marketing et Opérations (Ottawa, 7 novembre 2001, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 22.)

Illinois Coalition :
M. Shaye Mandle, président (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

LaSalle Investments :
M. Bob Geras, président (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Macdonald & Associates :
Mme Mary Macdonald, présidente (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50 et Ottawa, 28 novembre 2001, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 25) et
M. Kirk Falconer, directeur, recherche et analyse (Ottawa, 28 novembre 2001, Témoignages, 37e législature, 1re session, fascicule 25.)

Professeur Jeffrey G. MacIntosh, Université de Toronto :
(Toronto, le 28 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)

Marquette Venture Partners :
M. Chip Ruth, associé directeur général (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

McLean Watson :
M. Loudon F. Owen, associé directeur général (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

Minotaur Partner :
M. William Lederer, associé (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Professeur Jack M. Mintz, Université de Toronto :
(Ottawa, 6 mai 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 52)

Mosaic Venture Partner :
M. Vernon Lobo, directeur exécutif (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)

Nibiru Investments :
M. Dave Smardon, directeur exécutif (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 51.)

Office of Advocacy :
M. Terry Bibbens, entrepreneur en résidence (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Origin Ventures, LLC :
M. Steve Miller, directeur (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Perceptual Robotics :
M. Paul Cooper, président et chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Priveq Capital Fund :
M. Brad Ashley, directeur exécutif (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)

Sharwood and Company :
M. Gordon Sharwood, président (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)

Professeur Allan Riding, Université Carleton :
(Ottawa, 16 mars 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 47)

Université de l'Illinois :
Mme Ann Hammersla, vice-chancelier associé (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36e législature, 2e session).

Venture Capital Online, Inc. :
M. Mark Glennon, vice-président – Venture Group (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36e législature, 2e session.)

Working Ventures Canadian Fund Inc. and Canadian Venture Capital Association :
M. Ron Begg, président (Ottawa, 16 mars 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 47.)

World Heart Inc. :
M. Roderick Bryden, président et chef de la direction; et
L'honorable sénateur Wilbert J. Keon (Ottawa, 13 mai 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 52.)

XDL Capital :
M. David Latner, avocat-conseil (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36e législature, 1re session, fascicule 50.)